Dr Žarko Ristić

Dr Slobodan Komazec

Dr Kristijan Ristić

GLOBALNI FINANSIJSKI MENADŽMENT

Beograd, 2013/2014.

Dr Žarko Ristić
Dr Slobodan Komazec
Dr Kristijan Ristić

GLOBALNI FINANSIJSKI MENADŽMENT

Drugo izmenjeno izdanje

Izdavač:
EtnoStil, Beograd

Za izdavača:
Milena Milenković

Recenzenti:
Prof. dr Danilo Ž. Marković
Prof. dr Bogdan Ilić
Prof. dr Marko Radičić

Priprema za štampu:
Nataša Marjanović

Tiraž: 50

Štampa: EtnoStil d.o.o, Beograd, 2013.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

005.915(075.8)(0.034.2)
005:336.7(075.8)(0.034.2)

РИСТИЋ, Жарко, 1944-
Globalni finansijski menadžment [Elektronski izvor] / Žarko Ristić, Slobodan Komazec, Kristijan Ristić. - 2. izmenjeno izd. - Beograd : Etnostil, 2013 (Beograd : Etnostil). - 1 elektronski optički disk (CD-ROM) : tekst, slika ; 12 cm

Nasl. sa naslovnog ekrana. - Tiraž 50. -
Napomene i bibliografske reference uz tekst. - Bibliografija.

ISBN 978-86-6347-013-2
1. Комазец, Слободан, 1939- [аутор] 2. Ристић, Кристијан, 1981- [аутор]
а) Финансијски менаџмент b) Банкарски менаџмент
COBISS.SR-ID 201669900

Ako možeš da vidiš
uništeno delo, svoga života,
i bez jedne reci da ga ponovo gradiš,
ili da bez uzdaha, ili protesta,
podneseš gubitak onoga što si dugo tekao;
ako možeš da budeš zaljubljen,
ali ne i lud od ljubavi,
ako možeš da budeš jak, a da ipak ostaneš nežan,
da ne mrziš one koji tebe mrze,
a da se ipak boriš i braniš;
ako možeš da slušaš kako tvoje reči
izvrću nevaljalci, da razdraže glupake,
i da čuješ kako luda usta o tebi lažu,
a da sam ne kažeš nijednu laž;
ako možeš da sačuvaš dostojanstvo i slavu,
ako možeš da budeš skroman,
iako si savetodavac kraljeva,
ako možeš da voliš svoje prijatelje kao braću,
a da ti nijedan ne bude sve i svja,
ako znaš da razmišljaš, da posmatraš i upoznaješ,
a da nikad ne postaneš skeptik i rušilac,
ako znaš da sanjariš a da ti san ne bude gospodar,
da misliš, a da ne budeš samo maštar;
ako možeš da budeš čvrst, ali nikad divalj,
ako možeš da budeš dobar,
ako možeš da budeš pametan,
a da nisi čistunac i sitničar;
ako možeš da zadobiješ pobedu posle poraza,
a da te dve varke podjednako primiš,
ako možeš da sačuvaš hrabrost i glavu,
kada je svi ostali izgube,
tada će SREĆA I POBEDA,
biti zauvek tvoji poslušni robovi,
i ono što više vredi nego sva slava:
BIĆEŠ ČOVEK, SINE MOJ!

Radjard Kipling

Šta je vrednije od zlata? - Dijamant
Od dijamanta? - Znanje.
Od svih dobara na svetu znanje je najbolje:
Ono se ne može ni uzeti, ni dati, ni kupiti, ni prodati;
Ono ostaje zauvek tvoje, kad ga jednom stekneš.
Hitopadesha

S A D R Ž A J

PREDGOVOR 26

DEO PRVI
GLOBALNI MAKROEKONOMSKI I FINANSIJSKI MENADŽMENT

GLAVA PRVA
STRUKTURA MONETARIZMA, FISKALIZMA I STRUKTURALIZMA 39

1. STRUKTURA MONETARIZMA 39
2. STRUKTURA FISKALIZMA 53
3. STRUKTURA STRUKTURALIZMA 63

GLAVA DRUGA
MONETARNA I FISKALNA MAKROEKONOMIJA 67

1. GLOBALNI MONETARIZAM 67
2. BUDŽETSKI MONETARIZAM 69
3. GRADUELISTIČKI MONETARIZAM 72
4. INTEGRALNI MONETARIZAM 74
5. STRUKTURALISTIČKI MONETARIZAM 76
6. MODIFIKOVANI MONETARIZAM 82
7. ANTIMONETARIZAM 85

GLAVA TREĆA
GEOFINANSIJE 91

1. MONETARNA I FISKALNA POLITIKA DRŽAVNOG INTERVENCIONIZMA 91
2. IZBOR IZMEĐU INFLACIJE I NEZAPOSLENOSTI 109
3. TEORIJA INFLACIJE 120
4. TEORIJA DEVIZNOG KURSA 127
5. SVETSKI DUG 134

GLAVA ČETVRTA
GEOEKONOMIJA 142

1. DOHODAK, POTROŠNJA I ŠTEDNJA 142
2. INVESTICIJE, KAMATA I "MARGINALNA EFIKASNOST KAPITALA" 144
3. GRANIČNA EFIKASNOST KAPITALA I KAMATA 150
4. EKONOMIJA, INVESTICIJE I ZAPOSLENOST 154
   4.1. Investicije, zaposlenost i nacionalni dohodak 154

4.2. Odnosi u kretanju štednje i investicija i problem tezauracije 157
4.3. Delovanje investicija i štednje na nacionalni dohodak i zaposlenost 157
5. DOHODAK, POTROŠNJA I PLATNI BILANS 159
6. TRGOVINSKI I PLATNI ODNOSI I BILANSI 161
7. RASPODELA DRUŠTVENOG PROIZVODA I PROCES STVARANJA DEFICITA 167
8. BILANSI POTROŠNJE, INFLACIJA I EKSTERNA RAVNOTEŽA 168
9. DOHODNA ELASTIČNOST IZVOZA I UVOZA 170
10. FINANSIRANJE DEFICITA I PLATNOBILANSNO URAVNOTEŽAVANJE 171
10.1. Novčani sistem, nacionalna potrošnja i platni bilans 171
10.2 Sistem unutrašnjeg finansiranja, potrošnja i deficit platnog bilansa 175
11. URAVNOTEŽAVANJE EKSTERNE EKONOMIJE 176
12. OTVORENA EKONOMIJA – MULTIPLIKATOR I AKCELERATOR SPOLJNE TRGOVINE 179
12.1. Delovanje uvoza i izvoza na ukupnu ponudu i tražnju 179
12.2. Spoljnotrgovinski multiplikator 181

DEO DRUGI
MENADŽMENT KORPORATIVNIH FINANSIJA

1. MENADŽERSKE VERSUS POSLOVNE FINANSIJE 187
1.1. Poslovne finansije kao moderna teorijska i praktična disciplina... 188
2. FINANSIJSKI MENADŽMENT 190
2.1. Finansijski marketing i upravljanje finansijskim resursima 193
2.1.1. Finansijski marketing i finansijski resursi 193
2.1.2. Finansijski marketing i finansijski instrumenti 194
3. FINANSIJSKI MENADŽMENT VERSUS MENADŽERSKE FINANSIJE 196
4. "DESET" ULOGA FINANSIJSKOG MENADŽERA 198
5. FINANSIJSKI INŽENjERING 201
5.1. Globalni finansijski inženjering 204
6. STRATEGIJSKI MENADžMENT 220
7. POSLOVNE POLITIKE SAVREMENOG FINANSIJSKOG MENADŽMENTA PREDUZEĆA I BANAKA: SEGMENTACIJA FINANSIJSKOG TRŽIŠTA 227
8. FINANSIJSKI INSTRUMENTI I RIZIK 228
9. HEDŽING TRANSAKCIJE NA TRŽIŠTU NOVCA I KAPITALA 231

10. RIZIK HARTIJA OD VREDNOSTI 232
10.1. Bankarski rizici i portfolio strukture 239
10.1.1. Kreditni rizik 239
10.1.2. Rizik likvidnosti 241
10.1.3. Kamatni rizik 242
10.1.4. Valutni rizik 244
11. BERZE 246
12. ZAKON O TRŽIŠTU HARTIJA OD VREDNOSTI
I DRUGIH FINANSIJSKIH INSTRUMENATA 258
12.1. Komisija za hartije od vrednosti 260
12.2. Primarna i sekundarna ponuda hartija od vrednosti 261
12.3. Profesionalni investitori 262
12.4. Obeležja hartija od vrednosti 263
12.5. Prava i ograničenje prava iz hartija od vrednosti 264
12.6. Vrste hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata 264
12.7. Izdavanje hartija od vrednosti javnom ponudom 265
12.8. Ponuda hartija od vrednosti stranog pravnog lica
i inostranih hartija od vrednosti 267
12.9. Postupak izdavanja hartija od vrednosti javnom ponudom 268
12.10. Trgovina hartijama od vrednosti na organizovanom tržištu 269
12.11. Finansijski izveštaji o reviziji 270
12.12. Privilegovane informacije 270
12.13. Organizator tržišta 271
12.14. Berza 271
12.15. Dozvola za rad berze 272
12.16. Berzansko tržište 276
12.17. Organizator vanberzanskog tržišta 276
12.18. Trgovina standardizovanim finansijskim derivatima 277
12.19. Brokersko – dilersko društvo 278
13. TRŽIŠTE EVRODEVIZA 279
13.1. Pranje novca 280
13.2. Dolarizacija: paralelni novac 283
14. EKONOMIJA HARTIJA OD VREDNOSTI 284
14.1. Hartije od vrednosti 284
14.2. Operacije centralne banke na otvorenom tržištu 285
14.3. Vrsta hartija od vrednosti 289
14.4. Prenos hartija od vrednosti 295
14.5. Pojedini pojavni oblici hartija od vrednosti 298
14.5.1. Menica 298
14.5.2. Ček 309
14.6. Ostale hartije od vrednosti 313
14.7. Izdavanje i tržište hartija od vrednosti u Republici Srbiji 319
14.8. Izdavanje hartija od vrednosti javnom ponudom 323
14.9. Trgovina hartijama od vrednosti na organizovanom tržištu 329
15. FINANSIJSKE INOVACIJE 332

16. IZVORI FINANSIRANJA 340
17. INVESTICIONI FONDOVI 356
17.1. Društvo za upravljanje 357
17.2. Investicioni fondovi 362
17.3. Otvoreni invesicioni fondovi 368
17.4. Zatvoreni investicioni fondovi 371
17.5. Privatni investicioni fondovi 373
17.6. Kastodi banka 374

DEO TREĆI
MONETARNI I BANKARSKI MENADŽMENT

GLAVA PRVA
MONETARNE FINANSIJSKE INSTITUCIJE 379

1. CENTRALNA (EMISIONA) BANKA 379
2. POSLOVNO BANKARSTVO I FINANSIJSKO TRŽIŠTE 380
2.1. Depozitne (komercijalne) banke 381
2.2. Investicione bake 381
2.3. Hipotekarne banke 381
2.4. Univerzalne banke 382
3. ZAKON O NARODNOJ BANCI SRBIJE 382

GLAVA DRUGA
CENTRALNA BANKA I EMISIJA PRIMARNOG NOVCA 393

1. EMISIJA PRIMARNOG NOVCA I FORMIRANJE MONETARNE BAZE 393
1.1. Tokovi kreiranja primarnog novca 393
2. KREDITI CENTRALNE BANKE POSLOVNIM BANKAMA 397
3. MONETARNO FINANSIRANJE DRŽAVE 398
4. DEVIZNE REZERVE KAO KANAL KREIRANJA PRIMARNOG NOVCA 400
4.1. Teorijski i globalni pristup 400
4.2. Tokovi formiranja i "plasman" deviznih rezervi i emisija novca bankarskog sistema 402
4.3. Primarna emisija novca i selektivni program – strukturno i razvojno delovanje monetarne politike 403
5. NOVČANA MASA I MONETARNI AGREGATI 406
5.1. Primarna emisija i monetarna politika 406
5.2. Emisiona dobit i inflatorno finansiranje 412
5.3. Neto domaća aktiva centralne banke i efekti monetarne politike ... 414

GLAVA TREĆA
POSLOVNO BANKARSTVO I KREIRANJE DEPOZITNOG NOVCA 415

1. NOVČANA MASA, LIKVIDNOST PRIVREDE I DRUGIH SEKTORA 415
1.1 Monetarni agregati i indikatori monetarne politike 415
2. NOVČANA MASA – OSNOVNI MONETARNI AGREGAT 417

GLAVA ČETVRTA
MONETARNI MEHANIZAM I PROCESI EMISIJE NOVČANE MASE 419

1. AUTONOMNA EMISIJA NOVCA POSLOVNIH BANAKA I FORMIRANJE TRAŽNJE NOVCA PO SEKTORIMA 419
2. BANKARSKI KREDIT KAO INSTRUMENT EMISIJE I POVLAČENJA NOVČANE MASE 423
3. NEMONETARNI DEPOZITI KAO KANAL STVARANJA I POVLAČENJA NOVČANE MASE 425
4. DEVIZNE REZERVE I DEVIZNO TRŽIŠTE – EFEKTI INTERVENCIJA NA DEVIZNOM TRŽIŠTU NA EMISIJU I POVLAČENJE NOVČANE MASE 426
5. KUPOVINA I PRODAJA HARTIJA OD VREDNOSTI – POLITIKA "OTVORENOG TRŽIŠTA" 428
6. STRUKTURA I SEKTORSKI RASPORED NOVČANE MASE – STRUKTURNO DEJSTVO MONETARNE POLITIKE 429
7. MONETARNI MEHANIZAM I NJEGOV ODNOS SA FINANSIJSKOM STRUKTUROM 431
8. EMISIONI MEHANIZAM I MONETARNI TOKOVI 434
9. DINAMIKA NOVČANE MASE U PROCESU FORMIRANJA OPTIMALNE MASE NOVCA 437
10. OPTIMALNA NOVČANA MASA I NJENE DETERMINANTE 440

GLAVA PETA
MONETARNA POLITIKA I MONETARNI MENADŽMENT 443

1. MONETARNO UPRAVLJANJE I MONETARNA POLITIKA 443
2. EKSPANZIVNA MONETARNA POLITIKA 445
3. MONETARNA POLITIKA PROTIV INFLACIJE – RESTRIKTIVNA MONETARNA POLITIKA 448
4. MONETARNI MENADŽMENT U EKONOMSKOJ KRIZI – EFIKASNOST MONETARNE POLITIKE 450
5. OGRANIČENJA U SPROVOĐENJU I EFIKASNOSTI MONETARNE POLITIKE 452
6. DEFORMACIJE U MONETARNIM TOKOVIMA I MONETARNA POLITIKA 454

7. MONETARNA POLITIKA, DEVIZNE REZERVE
I DEVIZNI KURS 458

GLAVA ŠESTA
INSTRUMENTI MONETARNE POLITIKE 461

1. KVANTITATIVNI I KVALITATIVNI INSTRUMENTI
MONETARNO–KREDITNE POLITIKE 461
2. OBAVEZNA REZERVA BANAKA KAO INSTRUMENT
MONETARNE POLITIKE 462

GLAVA SEDMA
POSLOVNO BANKARSTVO 468

1. ZAKON O BANKAMA 468
1.1. Osnivanje banke 471
1.2. Poslovanje banke 473
1.2.1. Kapital banke 473
1.2.2. Upravljanje rizicima 474
1.3. Odluka o upravljanju rizicima 477
2. PRINCIPI BANKARSKOG POSLOVANJA U
UPRAVLJANJU FINANSIJSKIM POTENCIJALOM 483
2.1. Položaj banke u privrednim procesima – osnova bankarskih principa poslovanja 483
2.2. Princip likvidnosti 485
2.3. Princip poslovnosti i efikasnosti 486
2.4. Princip sigurnosti 487
2.5. Princip rentabilnosti – profitabilnosti 487

GLAVA OSMA
EFIKASNOST POSLOVNE POLITIKE BANAKA 488

1. BANKA U SISTEMU FINANSIRANJA PRIVREDE 488
2. USLOVI EFIKASNOG POSLOVANJA BANAKA 491
3. EFIKASNOST I RACIONALNOST POSLOVNE
POLITIKE BANAKA 492
4. OSNOVNE PERFORMANSE ZA VEĆU PROFITABILNOST
I EFIKASNOST BANAKA 495

GLAVA DEVETA
MENADŽMENT AKTIVE I PASIVE BANKE 497

1. MEHANIZAM I POLITIKA UPRAVLJANJA AKTIVOM
I PASIVOM 497
2. EFEKTI MENADŽMENTA AKTIVE I PASIVE BANAKA 503
2.1. Efekti upravljanja aktivom i pasivom na bankarsko poslovanje 503
2.2. Efekti ALM na rizike i profit 505
2.3. Efekti upravljanja aktivom i pasivom (ALM) na efikasnost banaka 506

2.4. Efekti ALM na monetarnu politiku *508*

GLAVA DESETA
POLITIKA LIKVIDNOSTI POSLOVNE BANKE 510

1. LIKVIDNOST BANKE KAO OSNOVNI PRINCIP POSLOVANJA 510
1.1. Definisanje likvidnosti *511*
1.2. Koncepti likvidnosti i solventnosti banaka *513*
1.2.1. Koncept likvidnosti banaka 513
1.2.2. Statički i dinamički koncept likvidnosti 516
2. KOEFICIJENTI LIKVIDNOSTI BANKARSKOG SISTEMA 516
3. UTVRĐIVANJE LIKVIDNOSTI BANAKA 519
4. STOPA LIKVIDNOSTI BANAKA 521
5. FAKTORI LIKVIDNOSTI BANAKA 523
5.1. Oscilacije u ekonomiji *523*
5.2. Novčane transakcije komitenata *525*
5.3. Monetarna politika centralne banke i likvidnost bankarskog sistema *526*
5.4. Politika likvidnosti poslovne banke *529*
6. OCENA BONITETA BANAKA I REJTING BANAKA 531
7. POLITIKA KAMATNIH STOPA POSLOVNIH BANAKA I UPRAVLJANJE FINANSIJSKIM POTENCIJALOM 536
7.1. Teorije kamatne stope banaka *536*
7.2. Kamatna stopa, inflacija i finansijski potencijal banaka *538*
7.3. Realna kamata i tržište kapitala *541*

GLAVA JEDANAESTA
KREDITNI SISTEM I KREDITNI POSLOVI 543

1. TEORIJSKE OSNOVE MONETARNO – KREDITNOG SISTEMA 543
2. KREDITNI POSLOVI 546
2.1. Kratkoročni bankarski krediti *549*
2.2. Investicioni krediti banaka *550*
2.3. Potrošački krediti – krediti stanovništvu *550*

GLAVA DVANAESTA
KAMATA KAO CENA NOVC 554

1. CENA NOVCA – KAMATA 554
2. FUNKCIJE KAMATE 555
3. MEHANIZAM KAMATNIH STOPA 556
3.1. Kamatne stope centralne banke *556*
3.2. Eskontna politika i tržište novca *558*
4. OPERACIJE CENTRALNE BANKE NA OTVORENOM TRŽIŠTU 561

GLAVA TRINAESTA
POSLOVNO BANKARSTVO I PLATNI PROMET 563

1. UNUTRAŠNJI PLATNI PROMET I BANKE 563
2. POSLOVI PLATNOG PROMETA 565
3. NAČELA SAVREMENOG PLATNOG PROMETA 566
4. OSNOVNI OBLICI PLATNOG PROMETA 566
   4.1. Klirinški promet 566
   4.2. Žiro promet 567
5. OSTALI OBLICI PLATNOG PROMETA 568
   5.1. Kompenzacija 568
   5.2. Cesija potraživanja 569
   5.3. Preuzimanje duga 569
   5.4. Asignacija 570
6. INSTRUMENTI PLAĆANJA U UNUTRAŠNJEM PLATNOM PROMETU 570
   6.1. Značaj i vrste instrumenata plaćanja u unutrašnjem platnom prometu 570
   6.2. Plaćanje gotovim novcem 572
   6.3. Instrumenti gotovinskog plaćanja 572
   6.4. Instrumenti bezgotovinskog plaćanja 574
7. INSTRUMENTI OSIGURANJA PLAĆANJA 580
   7.1. Obračunski ček 580
   7.2. Menica sa avalom 580
   7.3. Neopoziv dokumentarni akreditiv 581
   7.4. Garancija 581
8. SAVREMENA TEHNOLOGIJA PLATNOG PROMETA 582
   8.1. Finansijske i tehnološke inovacije 582
   8.2. Elektronski prenos sredstava 583

GLAVA ČETRNAESTA
PLATNI PROMET 585

1. ZAKON O PLATNOM PROMETU 585
2. RAČUNI ZA OBAVLJANJE PLATNOG PROMETA 587
3. TRANSAKCIJE PLAĆANJA 587
   3.1. Transferi odobrenja i zaduženja 587
   3.2. Interni i međubankarski transferi 587
   3.3. Učesnici u transakciji plaćanja 588
   3.4. Ovlašćenje primaoca-dužnika u transferu zaduženja 588
4. NALOZI ZA PLAĆANJE 588
   4.1. Međunarodni obračun 589
5. AGENT, ODNOSNO PROCESOR – TREĆA STRANA 589
6. IZVRŠAVANJE TRANSFERA ODOBRENJA I IZVRŠAVANJE OBAVEZA 589

7. IZVRŠAVANJE TRANSFERA ZADUŽENJA
I IZVRŠAVANJE OBAVEZA 590
8. ODGOVORNOST, NAKNADA ŠTETE
I POVRAĆAJ SREDSTAVA 590
9. RAČUNI KOD BANKE 590
9.1. Naplata naknade za usluge platnog prometa 591
9.2. Poslovi platnog prometa koje obavljaju banke 591
9.3. Oblici plaćanja 592
10. PRINUDNA NAPLATA S RAČUNA KLIJENTA 593
11. ODLUKA O ELEKTRONSKOM NAČINU
OBAVLJANJA PLATNOG PROMETA 593

GLAVA PETNAESTA
DEVIZNI MENADŽMENT POSLOVNIH BANAKA 595

1. DEVIZNO POSLOVANJE I BANKE 595
1.1. Devizni poslovi banaka 595
1.2. Banke u deviznom poslovanju kod nas 597
2. FUNKCIONISANJE MEĐUNARODNOG
PLATNOG PROMETA 602
2.1. Korespondentski odnosi banaka 602
2.2. Tekući (kontokorentni) računi banaka 603
2.3. Elektronski prenos sredstava i poruka
u međunarodnom platnom prometu 604
3. MEĐUNARODNO FINANSIJSKO TRŽIŠTE,
FINANSIJSKE INOVACIJE I BANKARSTVO 606

DEO ČETVRTI
MIKROFINANSIJSKI MENADŽMENT
I PREDUZETNIČKE FINANSIJE

GLAVA PRVA
MENADŽMENT BANKARSKOG POSLOVANJA
I UPRAVLJANJE POSLOVNIM FINANSIJAMA 615

1. BANKE U FINANSIRANJU REPRODUKCIJE
I POSLOVNIM FINANSIJAMA 615
2. FINANSIJSKI MEHANIZAM PRIVREDE 617
3. PRINCIPI - NAČELA BANKARSKOG POSLOVANjA 619
4. VRSTE I OBLICI BANKARSKIH POSLOVA - PREDMET
BANKARSKOG POSLOVANJA 620
5. POSLOVNA POLITIKA BANAKA 624
6. POSLOVNI ODNOSI IZMEĐU BANAKA
I NJIHOVIH KOMITENATA 625

7. FINANSIJSKO RESTRUKTURIRANJE BANAKA
I PREDUZEĆA 627
8. FINANSIJSKE ORGANIZACIJE 630

GLAVA DRUGA
POSLOVNE FINANSIJE I FINANSIJSKO POSLOVANJE 635

1. POSLOVNE FINANSIJE PREDUZEĆA 635
1.1. Upravljanje poslovnim finansijama versus finansijski menadžment 637
2. FUNKCIJE POSLOVNIH FINANSIJA 640
3. FINANSIJSKO POSLOVANJE PREDUZEĆA 642
4. FINANSIJSKA SITUACIJA FIRME 643
4.1. Finansijska struktura preduzeća 644
4.1.1. Finansijska struktura i cena izvora finansiranja 645
4.2. Novčano tržište i tržište finansijskih sredstava 648
4.3. Politika obrtnih sredstava i politika likvidnosti preduzeća 652
4.3.1. Kratkoročna i dugoročna finansijska sredstva 654
4.4. Finansijska ulaganja 656
5. FINANSIJSKA POLITIKA PREDUZEĆA 657
5.1. Ciljevi i zadaci finansijske politike preduzeća 661
5.2. Činioci i principi finansijske politike preduzeća 663
6. FINANSIJSKA FUNKCIJA PREDUZEĆA 666
7. FINANSIJSKI POSLOVI PREDUZEĆA 669
8. KODEKS POSLOVNO FINANSIJSKIH NAČELA 671
8.1. Polazna načela poslovnog finansiranja 672
8.2. Načela o finansijskoj politici 675
8.3. Načela o uspostavljanju finansijskih odnosa 677
8.4. Načela o izvorima finansiranja poslovnog subjekta 678
8.5. Načela o korišćenju sredstava 681
8.6. Načela o donošenju odluka iz delokruga poslovnih finansija 683
8.7. Načela o planiranju finansijskih tokova i finansijske situacije 685
8.8. Načela analize finansijskih tokova i finansijske situacije 686
8.9. Načela o kontroli racionalnosti upotrebe sredstava 687
8.10. Načela informisanja o finansijskim tokovima i finansijskoj situaciji 688
8.11. Načela organizovanja finansijske službe 689
9. PRAVILA FINANSIRANJA:
HORIZONTALNA I VERTIKALNA 690
9.1. Vertikalna pravila finansiranja 690
9.2. Horizontalna pravila finansiranja 691
10. REVIZIJA 693
10.1. Revizija računovodstvenih iskaza 694
10.2. Finansijska ekspertiza 698

11. OCENA BONITETA FIRME 699
11.1. Naš model ocene boniteta preduzeća 701
12. FINANSIJSKA SPOSOBNOST PREDUZEĆA 705
13. FINANSIJSKI INFORMACIONI SISTEM FIRME 710
14. MENADŽMENT INFORMACIONI SISTEM (MIS) 712

DEO PETI
UPRAVLJAČKE POSLOVNE FINANSIJE I KORPORATIVNO FINANSIRANJE

GLAVA PRVA
TEORIJSKI PRISTUP FINANSIRANJU PREDUZEĆA 717

1. SISTEMI I OBLICI FINANSIRANJA 717
2. OPERATIVNI MODEL FINANSIRANJA 718
2.1. Akumulacija preduzeća 724
2.2. Finansiranje udruživanjem sredstava 725
2.3. Neposredno kreditiranje 726
2.4. Finansiranje učešćem 726
2.5. Finansiranje obveznicama 726
2.6. Finansiranje avansom i pretplatom 726
2.7. Finansiranje iz obaveza 727
2.8. Kompenzatorsko finansiranje 727
2.9. Finansiranje sanacije 728
2.10. Cesija: Ustupanje potraživanja ugovorom 728
2.11. Lizing poslovi kao specijalni oblik finansiranja preduzeća 729
2.12. Fondovi za kreditiranje 731
2.13. Vrednosni papiri 732
2.14. Kreditno finansiranje 733
3. FINANSIJSKI MARKETING 736
3.1. Menadžment bankarskog marketinga 742
3.1.1. Finansijski marketing i upravljanje finansijama banaka 742
3.1.2. Bankarski marketing i rast banke 746
4. FINANSIJSKO UPRAVLJANJE I ODLUČIVANJE 748
4.1. Strategijsko upravljanje 749
4.2. Upravljanje novčanim sredstvima firme 752
5. FINANSIJSKO PLANIRANjE 755
6. FINANSIJSKA ANALIZA 757
6.1. Finansijski indikatori i leverage 758
6.2. Rizik i laverage 760
6.3. Finansijski rizici 761
6.3.1. Analiza rentabilnosti 761
6.4. Finansijska analiza i upravljačke finansije 762
7. MIKROFINANSIJSKI KOEFICIJENTI 771
8. PRELOMNA TAČKA 774

9. INVESTICIONA POLITIKA I FINANSIRANJE
INVESTICIJA FIRME 779
9.1. Forfeting 780
9.2. Faktoring 783
9.3. Lizing 785
9.4. Franšizing 786
9.5. Lizing, faktoring i forfeting u finansijskom menadžmentu 787
9.6. Finansijske specifičnosti lizinga, faktoringa i forfetinga 795
10. FINANSIJSKO TRŽIŠTE U TEORIJI I PRAKSI 799
11. KAPITAL INKORPORISANOG PREDUZEĆA 802
12. CENA KAPITALA PREDUZEĆA 806
12.1. Tržišna cena kapitala preduzeća 806
12.2. Budžet firme 809
13. FINANSIJSKI LEVERIDŽ I CENA KAPITALA 810
14. HARTIJE OD VREDNOSTI (KLASIFIKACIJA) 814
15. PRINOSI I CENE HARTIJA OD VREDNOSTI 817
16. HARTIJE OD VREDNOSTI I
SVOJINSKA TRANSFORMACIJA 822
17. ULAGANJA U VREDNOSNE PAPIRE:
PORTFOLIO INVESTIRANJE 829
18. PRETVARANjE DUGA U AKCIONARSKI KAPITAL 831
18.1. Konverzija spoljnog duga u ulaganja: DEBT/EQUITY SWAP 835
19. STRANA ULAGANjA 837
19.1. Zakon o slobodnim zonama 841
19.2. Zakon o finansijskom lizingu 847
20. KOMPENZACIONI POSLOVI 858
21. VEZANI POSLOVI 859
22. POSLOVI MALOGRANIČNOG PROMETA 861
23. DIREKTNA ULAGANJA STRANOG KAPITALA 862
24. MEĐUNARODNE KONCESIJE 863
24.1. Zakon o koncesijama 864
25. AKCIONARSTVO I MENADŽERSTVO 873
26. MENADŽMENT ZNANJA 880
27. KNOW-HOW 885

DEO ŠESTI
FISKALNI MENADŽMENT I STRATEGIJA OPOREZIVANJA BIZNISA

GLAVA PRVA
UPRAVLJANJE POREZIMA I FISKALNI EFEKTI 891

1. FISKALNI EFEKTI NA USLOVE PRIVREĐIVANJA,
KONKURENCIJU I JEDINSTVENO TRŽIŠTE 891

2. FISKALNI EFEKTI NA CENE 894
3. FISKALNI EFEKTI NA LIKVIDNOST I SAMOFINANSIRANJE 896
4. FISKALNI EFEKTI NA ZAPOSLENOST I KVALIFIKACIONU STRUKTURU 897
5. POREZI I ZAPOSLENOST 898
6. FISKALNI EFEKTI NA PONUDU PRO IZVODNIH FAKTORA 899
7. POREZI, STRUKTURNE PROMENE I INDUSTRIJALIZACIJA 901
8. FISKALITETI I ALOKACIJA INVESTICIJA 904
8.1. Porezi i investicioni izvori 905
9. POREZ NA DOBIT I TROŠKOVI UPOTREBE KAPITALA 907
10. UPRAVLJANJE PORESKOM POLITIKOM 909
10.1. Porezi i rast preduzeća: kvote 909
10.2. Oporezivanje i troškovi finansiranja preduzeća 913
10.3. Finansiranje preduzeća i poreska politika 915
10.4. Fiskalna politika, berze i finansijska tržišta 922
10.4.1. Mikroekonomska fiskalna politika, privatizacija i finansijska tržišta 922
10.4.2. Strukturna fiskalna politika prestruktuiranje i berze 932
11. EFEKTI OPOREZIVANJA DOBITI FIRMI NA PREDUZETNIŠTVO I RIZIK 939
11.1. Cena uloženog kapitala i oporezivanje 943
11.2. Porezi i dividende 945
11.3. Porezi i struktura kapitala 947
11.4. Porezi i troškovi stečaja 951
12. INDUSTRIJSKA POLITIKA I DRŽAVNA POMOĆ PREDUZEĆIMA 952
13. OPOREZIVANJE PROFITA KORPORACIJA 960
13.1. Korporacijski porezi 963
14. OPOREZIVANJE KAMATA I DIVIDENDI 966
15. SISTEM OPOREZIVANJA MALIH I SREDNJIH PREDUZEĆA 968
16. UPRAVLJANJE PORESKIM STIMULANSIMA 976
16.1. Oporezivanje off shore biznisa 988
17. PORESKA FORMULA EKONOMSKE PONUDE 996
18. FISKALNA I EKOLOŠKA POLITIKA 1006
19. POREZ NA DODATU VREDNOST 1014
20. EKOLOŠKO OPOREZIVANJE 1023
21. EKOLOŠKI POREZI U EVROPSKIM ZEMLJAMA 1028

DEO SEDMI
BERZANSKI MENADŽMENT

GLAVA PRVA
TRŽIŠTE NOVCA I KRATKOROČNIH HARTIJA OD VREDNOSTI 1037

1. PRIMARNO I SEKUNDARNO TRŽIŠTE NOVCA 1037
2. NOMINALNA I TRŽIŠNA CENA NOVCA 1039

GLAVA DRUGA
ORGANIZACIJA I SUBJEKTI TRŽIŠTA NOVCA 1041

1. INSTITUCIONALIZOVANO TRŽIŠTE NOVCA 1041
2. NEINSTITUCIONALIZOVANO TRŽIŠTE NOVCA 1042
3. MEŠOVITI OBLICI TRŽIŠTA NOVCA 1042
4. UČESNICI NA TRŽIŠTU NOVCA 1043
   4.1. Centralna (emisiona) banka na tržištu novca 1043
   4.2. Poslovne banke na tržištu novca 1044
   4.3. Specijalizovane finansijske institucije na tržištu novca 1045

GLAVA TREĆA
INSTRUMENTI TRŽIŠTA NOVCA 1046

1. HARTIJE OD VREDNOSTI NA TRŽIŠTU NOVCA 1046
2. MEĐUBANKARSKA KUPOPRODAJA NOVCA 1047
3. KRATKOROČNE HARTIJE OD VREDNOSTI 1048
4. DRŽAVNE OBVEZNICE 1049
5. BLAGAJNIČKI ZAPISI 1052
6. KOMERCIJALNI ZAPISI 1054
7. BANKARSKA POTVRDA O DEPOZITU (DEPOZITNI CERTIFIKAT) 1056
8. BANKARSKI AKCEPT 1057
9. KOMERCIJALNI ZAPIS 1058
10. MEĐUBANKARSKA TRGOVINA VIŠKOVIMA OBAVEZNIH REZERVI 1059

GLAVA ČETVRTA
TRŽIŠTE NOVCA I RAVNOTEŽA PONUDE I TRAŽNJE NOVCA 1061

1. PONUDA I TRAŽNJA NOVCA 1061
2. MONETARNI MEHANIZAM I TRŽIŠTE NOVCA 1063
3. MONETARNA POLITIKA I TRZIŠTE NOVCA 1064
4. RAVNOTEŽA NA NOVČANOM TRŽIŠTU 1065
   4.1. Tražnja novca – spekulativna i transakciona tražnja novca 1065

GLAVA PETA
FINANSIJSKA TRŽIŠTA - VRSTE I POSLOVI 1069

1. FINANSIJSKA TRŽIŠTA - POJAM I VRSTE 1069
2. POSLOVI NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU 1070
3. TRŽIŠNI SEGMENTI FINANSIJSKOG TRŽIŠTA 1072

GLAVA ŠESTA
FINANSIJSKA TRŽIŠTA I FINANSIJSKA EKONOMIJA 1075

1. ULOGA FINANSIJSKOG TRŽIŠTA 1075
2. PRIMARNO I SEKUNDARNO FINANSIJSKO TRŽIŠTE 1075
   2.1. Tržište novac ili novčano tržište 1077
   2.2. Tržište kapitala 1078
   2.3. Devizno ili međunarodno tržište 1079
   2.4. Vremenski trošak novca 1080

GLAVA SEDMA
DETERMINANTE, ELEMENTI I FUNKCIJE F
INANSIJSKOG TRŽIŠTA 1081

1. FUNKCIJE FINANSIJSKOG TRŽIŠTA 1081
2. DETERMINANTE I ELEMENTI FINANSIJSKOG TRŽIŠTA 1084

GLAVA OSMA
AKCIONARSKA EKONOMIJA 1085

1. AKCIJE I AKCIJSKI KAPITAL 1085
2. VRSTE AKCIJA 1086
   2.1. Akcije na ime i na donosioca 1086
   2.2. Akcije sa nominalnom i bez nominalne vrednosti 1086
   2.3. Obične i povlašćene (preferencijalne) akcije 1086
   2.4. Akcije sa garantovanom i bez garantovane dividende 1087
   2.5. Akcije sa pravom na veći broj glasova, akcije sa kumulativnim pravom glasa, akcije sa ograničenim pravom glasa i akcije bez prava glasa 1087
   2.6. Konvertibilne akcije 1087
   2.7. Akcije sa odloženim plaćanjem dividende 1088
   2.8. Nove akcije društva 1088
   2.9. Otvorene i zatvorene akcije 1088
3. AKCIONARSKO DRUŠTVO 1088
   3.1. Akcionarski kapital 1089
4. FINANSIRANJE I BONITET AKCIONARSKOG DRUŠTVA 1090

GLAVA DEVETA
FINANSIJSKO TRŽIŠTE I TRŽIŠTE KAPITALA 1092

1. FUNKCIJE TRŽIŠTA KAPITALA 1092

2. INSTRUMENTI TRŽIŠTA KAPITALA 1094
2.1. Obveznice kao hartije od vrednosti 1094
2.2. Tržišna cena obveznica..... 1095
2.3. Akcije i akcionarski kapital 1096
3. FUNKCIONISANJE TRŽIŠTA I KAPITALA 1098
3.1. Primarno tržište kapitala..... 1098
3.2. Sekundarno tržište kapitala 1098
3.2.1. Tržišna cena akcija..... 1100

GLAVA DESETA
TRŽIŠTE KAPITALA I BERZE EFEKATA..... 1102

1. MISTERIJE NOVCA I FINANSIJSKOG KAPITALA 1102
2. VRSTE TRŽIŠTA KAPITALA..... 1103
3. INSTITUCIJE NA TRŽIŠTU KAPITALA 1105
4. TRŽIŠTE KAPITALA I BERZE..... 1110
4.1. Efektivne berze (tržište kapitala) 1110
4.2. Novčane berze (tržište novca) 1111
4.3. Devizne berze 1112
5. UČESNICI U BERZANSKIM POSLOVIMA 1112
6. BERZANSKI POSLOVI I NAČIN POSLOVANJA BERZE 1114
6.1. Promptni, u gotovu (cash), masa ili spot poslovi 1115
6.2. Terminski berzanski poslovi na efektnim berzama 1116
7. FORMIRANJE PONUDE I TRAŽNJE KAPITALA
U FUNKCIJI BERZANSKOG POSLOVANJA..... 1116

DEO OSMI
MEĐUNARODNI FINANSIJSKI MENADŽMENT

GLAVA PRVA
NOVAC I MEĐUNARODNI MONETARNI SISTEM..... 1123

1. NOVAC U MEĐUNARODNOM SISTEMU PLAĆANJA 1123
2. DEVIZA I VALUTA 1127
3. TEORIJA I POLITIKA DEVIZNOG KURSA..... 1128
3.1. Teorijske osnove deviznog kursa 1128
3.2. Teorije platnog bilansa deviznog kursa 1130
3.3 Teorija pariteta kupovnih snaga 1132
3.4. Monetarna teorija deviznog kursa..... 1136
3.5. Monetarna portfolio teorija deviznog kursa..... 1138
4. SISTEMI DEVIZNIH KURSEVA 1140
4.1. Manipulisanje deviznim kursevima 1140
4.2. Vrste deviznih kurseva..... 1141
4.3 Fiksni devizni kurs..... 1142
4.3.1. Funkcionisanje sistema fiksnog kursa..... 1142
4.3.2. Deprecijacjja i aprecijacija deviznog kursa..... 1143

4.4 Fluktuirajući devizni kurs *1145*
5. FORMIRANJE DEVIZNIH KURSEVA 1148
6. FLEKSIBILNI I KLIZAJUĆI DEVIZNI KURS 1151
7. RAVNOTEŽNI (REALNI) DEVIZNI KURS 1153
8. DEVIZNI KURS I NACIONALNA PRIVREDA 1156
9. MONETARNA POLITIKA U USLOVIMA FIKSNIH I FLUKTUIRAJUĆIH KURSEVA 1159

GLAVA DRUGA
UPRAVLJANJE DEVIZNIM KURSOM 1162

1. INTERVALUTARNA VREDNOST NOVCA I KUPOVNA SNAGA 1162
2. DEVALVACIJA NACIONALNOG NOVCA 1163
2.1. Devalvacija kao monetarna mera *1163*
2.2. Direktni i indirektni efekti devalvacije *1165*
2.3. Efikasnost i faktori efikasnosti devalvacije *1169*
3. REVALVACIJA NACIONALNE VALUTE 1171

GLAVA TREĆA
SAVREMENA KONVERTIBILNOST VALUTA 1174

1. SAVREMENA I KLASIČNA KONVERTIBILNOST 1174
2. USLOVI ZA UVOĐENJE VALUTNE KONVERTIBILNOSTI 1176
3. OBLICI KONVERTIBILNOSTI 1177
4. SAVREMENA KONVERTIBILNOST NOVCA 1178

GLAVA ČETVRTA
DEVIZNI SISTEM I PLATNI BILANS 1181

1. DEVIZNI SISTEM I DEVIZNO TRŽIŠTE 1181
2. PLATNI I DEVIZNI BILANS 1184

GLAVA PETA
DEVIZNO TRŽIŠTE I DEVIZNI KURS 1186

1. DEVIZNO TRŽIŠTE – FORMIRANJE I KARAKTER DEVIZNOG TRŽIŠTA 1186
2. DEVIZNI KURS I DEVIZNO TRŽIŠTE 1187
3. DEVIZNE REZERVE – STRUKTURA I FUNKCIONISANJE 1189

GLAVA ŠESTA
SPOLJNOTRGOVINSKO I DEVIZNO POSLOVANJE 1192

1. ZAKON O SPOLJNOTRGOVINSKOM POSLOVANJU 1192
2. ZAKON O DEVIZNOM POSLOVANJU 1200
2.1. Tekući poslovi *1204*
2.2. Kapitalni poslovi *1205*
2.3. Poslovi sa hartijama od vrednosti *1206*

2. 4. Poslovi sa finansijskim derivatima ... 1206
2.5. Poslovi sa investicionim i dobrovoljnim penzijskim fondovima ... 1206
2.6. Kreditni poslovi sa inostranstvom ... 1207
2.7. Depozitni poslovi ... 1208
2.8. Platni promet ... 1209
2.9. Devizno tržište i kurs dinara ... 1210

GLAVA SEDMA
MEĐUNARODNE MONETARNE INSTITUCIJE ... 1212

1. OSNIVANJE I VRSTE MEĐUNARODNIH MONETARNIH INSTITUCIJA ... 1212
2. MEĐUNARODNI MONETARNI FOND ... 1214
2.1. Osnivanje i ciljevi MMF ... 1214
2.2. Devizni kurs u politici fonda ... 1216
2.3. Kapital i kvote MMF ... 1217
2.4. Mehanizam funkcionisanja MMF i kreditni aranžmani ... 1219
3. MEĐUNARODNA MONETARNA KRIZA I FORMIRANJE SPECIJALNIH PRAVA VUČENJA ... 1222
3.1. Formiranje specijalnih prava vučenja ... 1222
3.2. Učesnici sistema specijalnih prava vučenja ... 1223
3.3. Regulisanje specijalnih prava vučenja ... 1223
3.4. Transakcije specijalnim pravima vučenja ... 1224
4. EVROPSKI MONETARNI SISTEM ... 1229
4.1. Motivi formiranja evropskog monetarnog sistema ... 1229
4.2. Evropska valutna jedinica ... 1230
4.3. Mehanizam intervencija na deviznim tržištima i deviznim kursevima ... 1231
4.4. Kreditni mehanizam evropskog monetarnog sistema ... 1232
5. EVROPSKA MONETARNA UNIJA ... 1233

GLAVA OSMA
MEĐUNARODNE BANKARSKE I FINANSIJSKE INSTITUCIJE ... 1236

1. MEĐUNARODNA BANKA ZA OBNOVU I RAZVOJ ... 1236
1.1. Osnivanje Banke ... 1236
1.2. Ciljevi i organizacija Međunarodne banke za obnovu i razvoj ... 1236
1.3. Kapital Banke ... 1237
1.4. Kraditi i uslovi kredita Banke ... 1238
1.5. Mehanizam finansiranja ... 1239
2. MEĐUNARODNA FINANSIJSKA KORPORACIJA ... 1240
2.1. Osnivanje Međunarodne finansijske korporacije ... 1240
2.2. Ciljevi i zadaci korporacije ... 1240
2.3. Programi i uslovi finansiranja ... 1241

3. MEĐUNARODNO UDRUŽENJE ZA RAZVOJ 1242
3.1. Osnivanje i članice IDA..... 1242
3.2. Kapital IDA 1243
3.3. Uslovi kredita 1243
4. MULTILATERALNA AGENCIJA ZA GARANTOVANJE INVESTICIJA..... 1244
5. EVROPSKA INVESTICIONA BANKA 1245
6. EVROPSKA BANKA ZA OBNOVU I RAZVOJ..... 1246
7. KRIZA SVETSKOG FINANSIJSKOG SISTEMA..... 1249
7.1. Globalna finansijska kriza..... 1252

GLAVA DEVETA
GLOBALNI FINANSIJSKI MEHANIZAM EVROPSKE UNIJE..... 1273

1. SISTEM FINANSIRANJA EVROPSKE UNIJE 1273
2. PRINCIPI FUNKCIONISANJA BUDŽETA EVROPSKE UNIJE..... 1277
3. RASHODI BUDŽETA EVROPSKE UNIJE..... 1293

DODATAK

PREDUZETNIČKA I MENADŽERSKA EDUKACIJA: EKSPERTSKA ZNANJA 1287
BUDŽETSKE DILEME I RAZVOJNE KONTRAVERZE 1309
EKONOMSKA GLOBALIZACIJA I FINANSIJSKA KRIZA 1315
FINANSIJSKI REČNIK 1325
FINANSIJSKI MENADŽMENT: REZIME..... 1349
MONETARNA EKONOMIJA, BANKARSTVO I FINANSIJSKA TRŽIŠTA: REZIME..... 1373
FINANSIJSKI MENADŽMENT I UPRAVLJANJE INVESTICIJAMA: REZIME 1392
KORPORATIVNE FINANSIJE: REZIME 1409
GLOBALNA LITERATURA..... 1431

Nauka je izvor svega, izvor opstanka, izvor dosadašnjeg života i izvor budućeg života. Bez nauke ne bi mogao da se zamisli savremeni život, a ne treba govoriti kakav će biti, ako se naukom ne budemo bavili.

J. Pritis

Ko udara tako pozno u dubini noćnog mira
Na kapiji zatvorenoj svetogorskog manastira?
Već je prošlo tavno veće, i nema se ponoć hvata,
Sedioci, kaluđeri, otvor'te mi teška vrata.
Svetlosti mi duša hoće, a odmora slabe noge,
Klonulo je moje telo, umorne su moje noge -
Al' je krepka volja moja, što me noćas vama vodi,
Da posvetim život radu, otadžbini i slobodi.
Prezreo sam carske dvore, carsku krunu i porfru,
sad evo svetlost tražim u skromnome manastiru,
Otvor'te mi, časni oci, manastirska teška vrata
primite carskog sina ko najmlađeg svoga brata...
Vekovi su prohujali od čudesne one noći, -
Vekovi su prohujali i mnogi će jošte proći –
Al' to dete jošte živi, jer njegova živi slava,
Jer to dete bese Rastko, sin Nemanjin, ***Sveti Sava.***

Novcem možeš kupiti kuću, ali ne i dom,
sat, ali ne i vreme,
položaj, ali ne i ugled,
krevet, ali ne i san,
knjige, ali ne i znanje,
lekove, ali ne i zdravlje,
krv, ali ne i život.
Izreka

P R E D G O V O R

Današnji globalni svet jeste nepoznati svet novca, kapitala, štednje, investicija, berzi i berzanskog poslovanja koji se čini veoma komplikovan, često neshvatljiv i nepredvidiv. Mada se čini daje odvojenod svakodnevnog života, on direktno utiče na sve naše odluke, ponašanje, raspoloženje, planove, budućnost.

Misterije savremenog novca u svim njegovim pojavnim oblicima dostigle su svoj najviši domet u sferi finansijskih tržišta i u svetu kapitala globalnog društva "Danas samo jedan od deset hiljada ljudi poznaje monetarno pitanje, problem je u tome što ni njega ne susrećemo svakog dana. Ali, to je pitanje koje se postavlja svkodnevno" (Samuelson). Misterija novca finansijskog kapitala najvećim delom se odnosi na mehanizam i efekte funkcionisanja finansijskih tržišta i berzi. Pojam, karakteristike, kategorije, ponašanje, veliki lomovi i ekspanzija, visoki rizici i gubici, ali i ogromni dobici na savremenim berzama, danas postaju nezaobilazna pitanja svakog čoveka.

Najveći deo stanovništva se pita: Šta je novac i šta mu određuje vrednost i količinu u privredi, odnosno stabilnost. Kako se može upravljati novcem da se njegova ogromna snaga razvojno iskoristi, bez ulaska u inflatorni vrtlog (hiperinflaciju), kako upravljati novcem u preduzeću da se sve njegove pozitivne funkcije i delovanja iskoriste, a neutrališu negativna delovanja. Jer, konačno, svi oblici sredstava,pre ili kasnije dobijaju novčani oblik. Kakvi sve novčani oblici postoje u savremenim privredama i kako deluju u privredi? Kako novac pretvoriti u kapital i razne vrste kapitala u novčani oblik. Sve su to životna pitanja preduzeća i savremenog finansijskog menadžmenta, ali i privrede u celini.

Najveći deo stanovništva, ali i stručnih ljudi, se pita: kako funkcioniše i tržište novca i kapitala? Kako se uopštoj gužvi koja se vidi na berzama ljudi snalaze, kako komuniciraju, kako se sklapaju poslovi, kako kapital cirkuliše preko berzi, kako dolazi (i od čega zavise) do velikih lomova na berzi, koji potresaju cele nacionalne rivrede, a često i svetsku ekonomiju ucelini Da li je privatizacija

kapitala osnovni preduslov za razvoj tržišta kapitala i finansijskog tržišta u celini i kakva je u tome uloga savremenog finansijskog menadžmenta. Može li se uopšte zamisliti funkcionisanje privrede i razvojna politika preduzeća bez razvijenog finansijskog menadžmenta, odnosno vrhunskih menadžera iz područja finansija? Koja je uloga banaka i drugih finansijskih institucija na tržištu novca i kapitala, a posebno na berzama? Da li biste se snašli na berzi i u poslovanju na tržištu novca i kapitala, odnosno u poslovnim transakcijama bankama? Da li biste se snašli na berzi? Kada biste i u kakve hartije od vrednosti uložili svoj novac? Znate li da čitate berzanske izveštaje, finansijske trendove i pokazatelje? Da li uopšte poznajete instrumente, institucije i mehanizam funkcionisanja tržišta novca i tržišta kapitala? Da li čovek mora biti samo "dovoljno pismen" na ovom području ili pravi finansijski ekspert da prati sve nove tokove na ovim tržištima i učestvuje u ovom zagonetnom i zbunjujućem svetu novca i finansijskog kapitala, posebno nakon drugog perioda kada su ove institucije i instrumenti bili izbačeni iz našeg finansijskog i privrednog sistema.

Konačno, kada biste imali slobodna novčana sredstva (štednju), lično ili preduzeća kojim rukovodite, da li biste ga uložili u banku (uz određenu kamatu), plasirali u kupovinu akcija drugih preduzeća ili banaka, uložili u kupovinu obveznica (države, centralne banke, banaka, preduzeća), odnosno investirati u sopstveno preduzeće? Sve to traži određenu procenu prinosa, vremensko angažovanje kapitala, sigurnost povraćaja sredstava, određene olakšice za ulaganja kroz fiskalnu i kreditnu politiku, vremena formiranja i angažovanja sredstava, rizika ulaganja, dugoročnih ciljeva ulaganja i dr. Radi se, dakle, o politici formiranja i plasmana (ulaganja) novčanih sredstava i efektima koji se očekuju.

Uz sve navedeno treba poznavati i sve odnose i mehanizme finansijskog tržišta, bankarskog sistema, stanja i očekivanje u privredi, proveru efekata, makroekonomsku politiku, ali i veoma detaljno složeni svet i mehanizam delovanja tržišta novca i tržišta kapitala, berzi i deviznog tržišta. Problemi izgledaju vrlo složeni, pravi finansijski lavirint.No, kada se ovlada njima, tada se uočava njihova logika i određene zakonitosti delovanja. Stoga njih naučno treba izučiti, savladati i njima efikasno vladati i upravljati. Eruptivna snaga nalazi se u savremenom novcu i novčanom kapitalu. Loše upravljanje njima brzo dovodi do velikih lomova i nestabilnosti, gotovo tektonskih poremećaja u privredi i društvu, dok efikasno i smišljeno upravljanje stavlja u ruke finansijskom menadžmentu najsnažniju polugu razvoja i stabilizacije.

Savremene ekonomije su više ili manje otvorene prema svetskom tržištu (robe, novca, rada i kapitala). Autarkičnih privreda i privreda dovoljnih samih sebi nema. Komplementarnost i uzajamna povezanost privreda postaju sve veći. Otvorenost privreda nameće i potrebu ovladavanja saznanjima o složenim tokovima novca i kapitala u međunarodnoj ekonomiji, sistemu i instrumentima plaćanja, efektima promena deviznih kurseva, garancijama, promenama kamatnih stopa na finansijskim tržištima, kursnim i valutnim rizicima, inflaciji i dr. Manipulisanje

deviznim kursevima, devalvacije i revalvacije nacionalnih valuta, politika izvoza i uvoza roba i kapitala, fundamentalni problemi platnog bilansa, zaduživanje u inostranstvu, efekti upotrebe kapitala i dospeće obaveza (kumuliranje obaveza po dugovima), otežani pristup svetskom tržištu novca i kapitala, velike promene na svetskim finansijskini tržištima i u poslovnoj filozofiji međunarodnih finansijskih institucija - kao imperativ nalažu i potrebu njihovog detaljnog izučavanja. Finansijski menadžment postaje jedna od osnovnih funkcija upravljanja preduzećem (kompanijom, korporacijom, firmom) u kreiranju i ostvarivanju politike plasmana i efikasnog korišćenja finansijskog kapitala, posebno kapitala uvoznog porekla.

Menadžment (upravljanje) deviznim kursom, politika precenjenog ili potcenjenog deviznog kursa, savremena konvertibilnost valuta, međunarodno devizno tržište, spekulativno kretanje kapitala, devizna kontrola i upravljanje deviznim transakcijama, ali i povezanost domaćeg i svetskog deviznog tržišta, postali su sastavni deo svake finansijske i razvojne politike preduzeća i države u celini. Korišćenje instrumenata plaćanja, kursni rizik, odnos rizika, kamate, poreske stope i stope inflacije - postali su nezaobilazna tema svih poslovnih razgovora. Iz navedenih razloga problematika plaćanja, devizni priliv i odliv, raspolaganje devizama, spekulativni odliv i bekstvo kapitala i sl. već niz godina dolaze u središte interesa finansijskih teoretičara i praktičara. Međunarodni finansijski menadžment danas je od životne važnosti za preduzeća, banke i privredu. Međunarodni finansijski menadžment postaje jedan od najvažnijih segmenata moderne finansijske nauke. Ova nauka sadrži u sebi složene fenomene i delovanja deviznog kursa, međunarodnih plaćanja, devalvacija i revalvacija valuta, deviznu politiku, međunarodni monetarni sistem, međunarodne finansijske institucije i međunarodno finansiranje.

Mehanizam delovanja MMF, Evropski monetarni sistem, evropska novčana jedinica (EURO), valutni ratovi, ali i sve veća koordinacija makroekonomskih politika niza razvijenih privreda (koje ne samo da treba pratiti, već im se i vrlo brzo prilagođavati), traže potpuno drugačiju filozofiju odnosa sa tim institucijama. Novi evropski monetarni sistem i EURO traže fiskalnu konsolidaciju ovih privreda, budžetsko uravnoteženje, usklađenu platnobilansnu politiku, kao, i kamatnu i monetarnu politiku i dr., što je veliki izazov i za razvijene privrede bogate kapitalom, dovoljno stabilne i međusobno povezane, a posebno za nerazvijene privrede. Ove privrede oskudevaju u finansijskom kapitalu potrebnom za pokretanje i ubrzavanje ekonomskog rasta, imaju stalni pritisak inflacije, platnobilansni deficit, visoku nezaposlenost i ogromne terete nagomilanih obaveza iz eksternih dugova.

Sve to stvara velike dileme u vezi izbora odgovarajuće strategije razvoja i stabilizacije u uslovima sve većeg pritiska svetskog tržišta novca i kapitala (i svetskih finansijskih institucija). Te duboke promene često se odvijaju ili su praćene velikim potresima na svetskim tržištima, problemom devizne nelikvidnosti, nerazvijenom funkcijom SPV kao međunarodnog medija plaćanja, uz krizu MMF

kao svetske monetarne institucije. Svojom ortodoksnom politikom koju uporno provodi preko zahteva za kontrolom i smanjenjem domaće tražnje i potrošnje, devalvaciji valuta, rigoroznom restriktivnom monetarnom politikom i politikom realne kamatne stope i deviznog kursa - kao centralnih instrumenata uravnotežavanja (interne ekonomije i platnog bilansa) MMF filozofiju razvoja i stabilzacije razvijenih privreda "presađuje" na nerazvijene zemlje.

Problemi eksterne i interne neravnoteže, mehanizam uravnotežavanja platnog bilansa, sistem finansiranja deficita platnog bilansa, upravljanje inostranim i unutrašnjim dugom u uslovima "platnobilansne barijere", izbijaju svom snagom na površinu u vođenju nacionalne ekonomske politike (rast, stabilnost, zaposlenost, prestrukturisanje, prilagođavanje, privatizacija, ravnoteža platnog bilansa). MMF pri tome preporučuje zemljama članicama da nastave sa konsolidacijom svojih budžeta, uz vođenje srednjoročne fiskalne politike smanjenja javnog duga, smanjenja budžetskog deficita i javnih rashoda (uz veliku reformu penzionih fondova). Bez ograničenja i smanjenja deficita u sektoru javne potrošnje, smatra se, nema zadovoravajuće privrednog rasta i porasta zaposlenosti. Šta privremeno žrtvovati od ciljeva razvoja? Kakav kapital koristiti? Pod kojim uslovima? Šta koristiti na svetskom tržištu: novac, finansijski kapital, robni kapital, tehnologiju, informacije, direktna ulaganja, prodaju duga za akcionarski kapital i dr.? Da li prihvatiti "diktat" MMF i svetskih kreditora, odnosno vlasnika novca i kapitala? Koja je cena koja se mora platiti u tim odnosima?

Danas se MMF javlja u trostrukoj ulozi: 1) Savetodavca i nadzornika u sprovođenju odgovarajuće stabilizacione makroekonomske politike zemlje članice, posebno kada se javlja kao tražilac sredstava i pomoći od MMF, 2) Glavnog savetnika u pri premi odgovarajućih mera za oživljavanje privrede i prestrukturisanja nacionalnih ekonomija, 3) Osnovnog "katalizatora" u dobijanju sredstava drugih finansijskih institucija iprivatnih banaka, koji treba da upali "zeleno svetio" drugim kreditorima.

Da li je zadominirao svetski novac i kapital nad nacionalnom ekonomijom? Da li su države izgubile svoj suverenitet i "prenele" ga na svetske monetarne i finansijske institucije? Koliki im je ostao manevarski prostor da se odupru "diktatu" i nametnutoj filozofiji ovih svetskih finansijskih moćnika? Da li je moguća (i kakva) istinska i duboka reforma svetskog monetarnog i finansijskog sistema i institucija? Kako se u ovom opštem "organizovanom neredu" snaći i voditi sopstvenu dovoljno autentičnu i efikasnu politiku zaduživanja, deviznih rezervi i deviznog kursa, stimulativnu izvozno-uvoznu politiku i efikasnu monetarnu i fiskalnu politiku (uz kresanje javnih rashoda, smanjenje poreza, uravnoteženje budžeta, uravnoteženje platnog bilansa i privrede u celini)? Sve su to fundamentalna pitanja koja se nameću svakodnevno i koja se životno tiču svakog subjekta od pojedinca, preko preduzeća (korporacije) do ukupne države i privrede.

Savremeno bankarstvo u svetu prolazi kroz novu fazu dubokog transformisanja Radi se ne samo o novim oblicima poslova vezanih za novčane operacije,

već i realne transakcije, informacionu tehnologiju, kooperaciju, povezivanje bankarskog i realnog sektora privrede. Banke ulaze u ćeli spektar novih klasično nebankarskih poslova. Eksplozivan rast nebankarskih finansijskih institucija i sve razvijenije funkcije tržišta novca i tržišta kapitala, klasične banke stavljaju u položaj traženje novih metoda izvora sredstava, uz nove oblike oštre konkurentske borbe kamatnim i drugim uslovima sa brojnim ostalim nosiocima novca i štednje (kapitala). Institucionalno poslovne banke doživljavaju snažnu transformaciju. To se odnosi i na položaj i ulogu centrainih banaka u savremenim privredama, ali i sistem poslovnih banaka. Proces koncentracije i centralizacije novca i kapitala, praćen istovremenim procesima sekjuritizacije i internacionalizacije kapitala i bankarskih operacija, stvara novi tip banaka sve više uključenih u međunarodne finansijske tokove. Internacionalizacija poslova savremenih banaka praćena je i sve većim širenjem mreže banaka (uz sve raznovrsnije bankarske poslove). Disperzija banaka postaje stalni proces. To stvara novi tip univerzalne banke. Proces univerzalizacije poslovanja i spajanja poslovnih operacija preko mnogih banaka vodi novim procesima veće mobilnosti novca i bankarskog kapitala. "Nacionalna obojenost" banaka sve više nestaje.

U konkurentskoj borbi na domaćem i svetskom novčanom tržištu nastaje i specifičan proces internacionalizacije domaćeg novca, nova kreditna politika banaka i monetarna regulacija ostaju i dalje u nadležnosti centralne banke u zemlji. Vođenje monetarno-kreditne politike banaka i centralnog bankarstva prelazi sve više nacionalne granice. Bez takvih, modernih banaka i bankarskog kapitala nije moguće više ni zamisliti odvijanje procesa reprodukcije kapitala, ali ni dinamičan (i uravnotežen) ekonomski rast. Banke postaju ključna karika u svim monetarno-finansijskim tokovima u privredi, ali i u međunarodnim finansijskim i ekonomskim odnosima. To se odnosi na banke razvijenih tržišnih privreda u kojima je izvršena snažna koncentracija bankarskog kapitala, ali i na nerazvijene privrede u kojima banke postaju osnovne institucije za mobilizaciju novca i kapjtala, za povezivanje nacionalne privrede sa svetskim tržištima, ali i bankarskog kreditiranja privrede - koje postaje predominantno. Bez bankarskog kredita poslovna aktivnost u nerazvijenim privredama jednostavno nije moguća.

Da bi se otkrila suština bankarskog poslovanja i savremeno bankarstvo u celini, smo nastojali, uz prethodna istraživanja velikih promena u savremenom, bankarstvu (institucionalnog i sadržajnog tipa) detaljno istražiti i mnoga pitanja iz sistema bankarskog poslovanja i bankarske i kreditno-depozitne politike. Na toj osnovi se posebno istražuje centralno bankarstvo a posebno složeni sistem poslovnog bankarstva i ostalih finansijskih institucija na tržištu novca i tržištu kapitala. Bankarski poslovi, formiranje finansijskog i kreditnog, potencija banaka, bankarski menadžment, savremeni principi bankarskog poslovanja, politika plasmana, položaj banaka na finansijskom tržištu i sl. samo su područja koja zaslužuju posebnu pažnju.

Međunarodne finansije i bankarstvo, s obzirom na navedeno, a posebno imaju u vidu devizno poslovanje i banke, platni bilans i devizno poslovanje banaka, politika deviznog kursa i kreditno-depozitni potencijal banaka, devizno tržište i devizne rezerve - sve su to pitanja bez kojih se ne može istraživati mesto i uloga savremenih banaka i proces njihove transformacije. Bankarstvo se ne može zamisliti bez upravljanja bankarskim potencijalom, ali ni finansijska tržišta bez posredničke uloge banaka. Stoga je trebalo istržiti banke, berze i finansijska tržišta, a zatim "bankarsku industriju" i finansijski inžinjering savremenih banaka. Moderni kodeks banaka, elektronsko bankarstvo, novi pristupi kapitalu banaka morali su se istraživatai u kontekstu formiranja finansijskog potencijala banaka i novim oblicima upravljanja aktivom i pasivom banaka, i bilansima banaka u celini. Bankarski plasmani i efikasnog poslovne politike banaka, uz sve veću koncentraciju i konkurenciju u bankarstvu u svim bankarskim sistemima dobijaju sve veći značaj, posebnon u uslovnima sprovođenja stabilizacione politike praćeno je restriktivnom monetarnom politikom.

Sistem i mehanizam finansiranja ekonomskog rasta u uslovima stalne ekonomske i monetarne nestabilnosti predstavljaju danas jedno od fundamentalnih pitanja svake ekonomije i politike razvoja. Ovo pitanje sve više dolazi u samo središte interesa kako ekonomske teorije, tako i razvojne i stabilizacione politike. Ekonomska teorija, pre svega, nastoji da pronađe odgovarajući model optimalnog i srabilnog ekonomskog rasta, a makroekonomska politika uravnotežen i dovoljno stabilan dugoročni ekonomski rast, uz optimalno korišćenje faktora rasta.

Strategija finansiranja ekonomskog rasta nije samo pitanje formiranja, koncentracije i prelivanja, odnosno upotrebe (korišćenja) akumulacije ili štednje, već je to kristalizacija ukupnih odnosa svih struktura i institucija unutar određene privrede i društva. To je rezultat i odnosa prema faktorima proizvodnje, rezultatima reprodukcije, efikasnosti, odnosa snaga već formiranih struktura u društvu Mehanizam finansiranja razvoja je rezultat i izbora odgovarajućeg modela razvoja, strategije odnosa sa svetskim tržištem i tržištem kapitala, već dostignutog nivoa razvoja, odnosa vlasništva, rasporeda i upotrebe štednje po sektorima privrede, ali i više ili manje izgrađenog tržišta novca i tržišta kapitala (i njihovih institucija i instrumenata).

Savremena ekonomska teorija razvoja susreće se danas s nizom novih problema i pitanja s kojima se prethodna teorija nikada nije suočavala, što problem odnosa prema društvenom kapitalu i njegovoj ukupnoj reprodukciji čini složenijim i daleko težim. Naime, u svim privredama danas je vanredno razvijen sistem deficitnog finansiranja (čistom emisijom novca, odnosno, budžetskim deficitom, stvaranjem novca unutar brojnih i složenih odnosa privrednih subjekata, izvan "zvaničnog" novca i dohotka, odnosno akumulacije, a zatim sve razvijeniji eksterni sistem dopunskog finansiranja preko međunarodnog kretanja kapitala), sve složeniji oblici i odnosi koncentracije i centralizacije kapitala, sve brži tehnološki razvoj. Istovremeno nastaju bitne promene u strukturi raspodele nacionalnog do-

hotka, uz sve izraženiju inflaciju kao bazni poremećaj opšteg karaktera. Ovakav konglometar problema iz osnova menja brojne mehanizme funkcionisanja savremenih privreda, dok društvene probleme čini izuzetno napetim, praćeni su isovremeno problemima visoke nezaposlenosti rada i kapaciteta.

Problemi savremenih privrednih sistema traže vrlo složenu i suptilnu analizu novih odnosa ponašanju društvenog kapitala i finansiranja proširene reprodukcije. Proces akumulacije danas postao je dominantno društveni proces, za razliku od svih prethodnih faza razvoja kada je dominirao individualno-privatni karakter akumulacije, i investiranja (klasična liberalna i neoliberalna teorija). Uravnoteženje štednje i investicija se više i ne zahteva kao ex ante proces.

Deficitno finansiranje i "stvaranje ex post" potrebene akumulacije u više ili manje skrivenom obliku državnog intervencionizma i u stalno prisutnoj klimi inflatornog finansiranja, sve češće traže ne samo teorijske odgovore, već i praktična rešenja na osnovno pitanje: kako odrediti optimalne dimenzije svih danas mogućih finansiranja ekonomskog razvoja - finansiranje "zdravim" oblicima, finansiranje uvozom kapitala ili deficitno interno finansiranje razvoja. Dilema je, dakle, stalno prisutna: ili korišćenje domaće akumulacije, ili korišćenje stranog kapitala. Kakvi su efekti jednog i drugog sistema finansiranja? Problem se danas sve oštrije postavlja i iz razloga istovremene "koegzistencije" niske ili negativne stope rasta, visoke inflacije, deficita platnog bilansa i prezaduženosti najvećeg broja zemalja, uz enormnu nezaposlenot, što dosadašnja ekonomska teorija i politika nisu imali prilike da rešavaju istovremeno. Takvi problemi traže egzaktan, naučno fundiran odgovor na pitanje: koja je optimalna granica eksternog sistema finansiranja jedne privrede, sistem korišćenja inostranog kapitala, efikasnost njegove upotrebe i mogućnost njegove brze rekonverzije u domaći akumulacioni potencijal. Takav problem trebalo je istovremeno rešavati uz kompleksnu analizu sistema formiranja i upotrebe interne (domaće) akumulacije, štednje, ali i sistema deficitnog finansiranja (i njegovog delovanja na rast i stabilnost privrede).

Celokupno poslovanje novčanim sredstvima, obavljanje poslova, prikupljanja i plasiranja finansijskih sredstava, izvršavanje zadataka finansijske funkcije firme, sprovođenje finansijske politike kompanija, obavjanje poslova finansijske evidencije, finansijske analize i finansijske kontrole u preduzeću, i realizovanje funkcije finansijskog upravljanja i planiranja reprezentuje korporativne finansije preduzeća (corporate finance), koje su evoluirale u preduzetničke, poslovne, odnosne upravljačke finansije (managenijal finance). Upravljanje novčanim resursima i dugoročnim ulaganjima firme jeste srž menadžerskih finansija, odnosno finansijskog menadžmenta sa prvobitnim okupiranjem oko problema osnivanja novih firmi, konsolidovanja i spajanja firmi, emitovanja vrednosnih papira korporacija i finansijskom tržištu. U evoluciji menadžerskih finansija javljaju se finansijske inovacije, koje se ogledaju putem novih finansijskih i berzanskih instrumenata, emisije velikih "blokova" vrednosnih papira sa fiksnim prinosom imovinskih vrednosnih papira. Menadžerske finansije su se, zatim, okrenule procesu

izučavanja problema likvidnosti i eksternog finansiranja, očuvanja zdrave finansijske strukture, cash flowsa i budžetiranja kapitala. Konačno, tržište je pomereno u pravcu izučavanja mikrofinansijskog upravljanja, modela vrednovanja firme, strukture kapitala i politike dividende, razvoja teorije portfelja, rizika i trgovanja dugovima. Rečju, preduzetnička finansijska ekonomija firme jeste sutub menadžerskih finansija odnosno globalnog finansijskog menadžmenta i strukturnog korporativnog finansiranja.

Globalni finansijski menadžment jeste moderna, atraktivna i esencijalna ljudska aktivnost biznis sveta, koji preduzetnički misli i rišno dela u mundilizaciji profita. U teoriji i praksi globalnog finansijskog menadžmenta "stanuju" najveće ljudske šanse planetarne ekonomije i geofinansija za permamentno povećanje produktivnosti u znanju koji implicira efektivnosti efikasnost u realizaciji cilja finansijskih poslova sa što manjim obimom angažovanih sredstava i sa što većim kvantumom profita. Zbog toga finansijsko menadžerstvo i nauka i umetnost, koje finansijska ulaganja kompanija transformišu kroz menadžersku funkciju u profit, dok finansijsko preduzetništvo tendira stvaranju vrednosti putem odgovarajuće dividendne politike, inicijative i rizika.

U savremenim tržišnim ekonomijama, globalno upravljanje menadžerskim finansijama je složen i atraktivan zadatak iz prostog razloga što oplodnja finansijskog kapitala **po maksimalnoj stopi rentabilnost,** odnosno po najvišoj mogućoj stopi dobiti predstavlja centralni motiv preduzetništva. Na kriterijumu rentabilnosti u finansijskom ulaganju firme faktički se bazira celokupni proces poslovnom, razumnog i finansijskog menadžerstva. Stoga je globalni finansijski menadžment jedan od glavnih zadataka poslovodstva transnacionlnih korporacija u kreiranju i ostvarivanju politike plasmana finansijskog kapitala kompanija ili likvidnosti firme. Menadžerska revolucija izvedena onog trenutka kada je svojina nad kapitalom odvojena i distancirana od kompetencije vođenja komapnije, odnosno kada je razdvojena kompetencija vlasnika od kompetencije profesionalnih upravljača.

Beograd, avgust 2013. AUTORI

Susreli se nauka, novac i čast. Na rastanku nauka reče:
Ko me želi, ja sam na univerzitetu.
Novac reče: ko me traži, naći će me u banci.
Čast ćuti.
Na pitanje, gde se može naći,
Reče: ko me izgubi, nikada više me ne može naći.
Srpska izreka

Voleli bismo i mi da nam cvetaju ruže.
Voleli bismo da živimo u moćnoj, pravednoj,
savremenoj, državi blagostanja.
Voleli bismo i da se naše učenje nagradi, trud isplati.
Voleli bismo druželjubivo okruženje.
Nietzsche

Imaj vremena za rad - to je cena uspeha.
Imaj vremena za razmišljanje - to je izvor moći.
Imaj vremena za igru - to je tajna mladosti.
Imaj vremena za čitanje - to je osnova mudrosti.
Imaj vremena za prijateljstva - to je put sreće.
Irska iskrica

U ekonomiji,
gde je jedina izvesnost neizvesnost,
jedini siguran resurs konkurentske prednosti je znanje.
Kada se tržište promeni,
pojave se nove tehnologije, konkurencija uveća,
a proizvodi postanu zastareli preko noći,
uspešne kompanije su one koje konstantno kreiraju novo znanje,
šire ga kroz kompaniju i
ugrađuju ga u nove tehnologije i proizvode.
Ikujiro Nonaka

Kao što nije moguće voleti i biti mudar,
isto tako je nemoguće nekoga oporezovati,
a da bude zadovoljan.
E. Burke

Sve se menja, sem smrti i utaje poreza.
B. Franklin

1. DEO

GLOBALNI MAKROEKONOMSKI I FINANSIJSKI MENADŽMENT

"Najveću pažnju treba obratiti
prvo na vojsku,
drugo na finansije,
treće na sud,
četvrto na crkvu,
peto na školstvo."
Dositej Obradović

GLAVA PRVA

STRUKTURA MONETARIZMA, FISKALIZMA I STRUKTURALIZMA

1. STRUKTURA MONETARIZMA

Termin "monetarizam" prvi je kreirao i lansirao Brunner.[1] Fend [2]je najviše koristio i širio dati izraz. Mayer[3] je prvi izložio, obrazložio i definisao struktura monetarizma, koji su poslednje decenije, dopunjavani i modifikovani od strane monetarista, a osporavani i prenebregavani od strane kejizijanaca.[4]

Struktura monetarizma po Mayera[5] komponuju sledeće postavke:

1. Kvantitativna teorija novca (u smislu da monetarni faktori imaju odlučujuće dejstvo na nominalni dohodak);
2. Monetaristički model procesa transmisije;
3. Gledište daje privatni sektor u suštini stabilan;

---

[1] Karl Brunner, The Role of Moneyand Monetary Policy, Federal Reserve Bank of St. Lois. Review, Vol. 50., jul 1968, str. 8-24.

[2] David Fend, Monetarism and Fiscalism, Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, br. 94., septembar 1970. str. 3-34. i Ein manetaristisches Modell des Geldwirkungsprozesses. Krerdit und Kapital, Vol. 3.1970, str. 361-385.

[3] Tomas Mayer, The Structure of Monetarism, Kredit und Kapital 2/75, str. 190-218 i 3/75, str. 293-316. Die Straktur des Monetarismus, Beihette zu Kredit und Kapital. Die Monetasrismus - kontroverse, duncher und Humblot, 1977. str. 18-59, Monetary Trends in the United States and United Kingdom: A Review Article, Journal of Economic Literature, Decembar 1982., Multipler und Velocity Analysis: An Evaluation, Journal of Political Economy, decembar 1964, str. 563-574. i T, Mayer i dr., Money, Banking and the Economy, W. N. Norton and Co., N. York 1981., T. Mayer i dr., Monetarism, W.W. Norton and Co., N. York, 1978., T. Mayer, J.S. Duesenberry i R.Z. Aliber, Money, Banking and the Economy, W. W. Norton, London, 1981.

[4] Opširnije o tome videti: Prikaz radova Brunnera, Meltzera, Tobina, Friedmanna, Patinkina i Davidsona sa „Simpozijuma o Fridmanovom teorijskom okviru" iz 1972. god. (Journal of Political Economy 5/72). Prikaz radova Modigliani - Andoa, Di Prano-Meltzera i Friedmana na Konferenciji o osporavanju u pogledu brzine opticaja (The American Economic Review, septembar 1965). Prikaz objavljenih radova o Monetarnoj teoriji i privrednog razvoja (Journal of Money, Credit and Banking. maj 1969), Diskusije sa opšte rasprave na seminara o novcu u Sheffieldu iz 1970. god., Zbornik radova sa Konferencije o „Monetary Theory and Monetary Policy" u Konstanci iz 1970. god., Zbornik radova sa Konferencije o „Ideology nad Analysis" u Interlakenu iz 1976. i Zbornik radova sa Konferencije o monetarizmu u Braunu iz 1974. godine.

[5] Thomas Mayer, The Stracture of Monetarism, Kredit and Kapital, No. 2,1975, str. 190-218 i No. 3, 1975. str. 293-316. T. Mayer i dr., The Structure of Monetarism, W. W Norton and Co., N. York, 1978. i D. Tucker, Mayer's test of Keynesianism: A Corresction, Journal of Political Economy, avgust 1965. str. 394-395.

4. Irelevantnost pojedinačnih pojava za objašnjenje kratkoročnih promena nominalnog dohotka i uverenje da je tržište kapitala fluidno,

5. Stavljanje težišta na opšti nivo cena, a ne na pojedinačne cene;

6. Korišćenje malih, a ne velikih ekonometrijskih modela;

7. Korišćenje iznosa primarnog novca, ili neke slične mere, kao prokazatelja monetarne politike;

8. Korišćenje novčane mase kao najpovoljnijeg cilja monetarne politike;

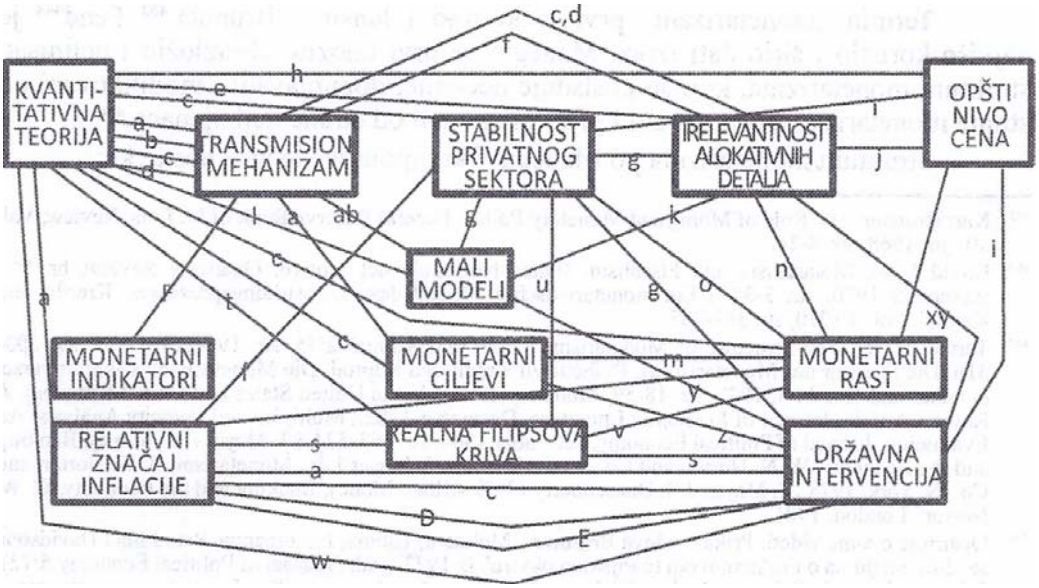
9. Usvajanje pravila o stopi rasta novčane mase;

10. Negiranje mogućnosti izbora između nezaposlenosti i inflacije, kao i prihvatanje realne Filipsove krive;

11. Pridavanje relativno većeg značaja inflaciji nego zaposlenosti u poređenju sa ostalim ekonomistima i

12. Neslaganje sa vladinom intervencijom.

Mayer je, u osnovi, razmotrio različite postavke, koje sačinjavaju monetarizam (široko definisan) pokazao da dotične hipoteze čine koherentnu celinu i prezentovao međusobne odnose između različitih monetarističkih postavki u svom cijagramu, poznat u literaturi kao graf Majerove strukture monetarizma:[6]



Notacija:

1. Kvantitativna teorija novca
2. Monetaristički transmisioni mehanizam
3. Stabilnost privatnog sektora

[6] Opširnije o tome konsultovati materijale sa Konferencije o monetarizmu na Braun Univerzitetu iz 1974. godine

4. Beznačajnost pojava u pojedinačnim sektorima
5. Gledište o nivou cena: opšti nivo cena
6. Veličina modela: mali
7. Monetarni pokazatelji: primarni novac
8. Ciljevi monetarne politike: novčana masa
9. Pravilo o stopi rasta novčane mase
10. Realna Filipsova kriva
11. Zainteresovanost za inflaciju u odnosu na nezaposlenost
12. Državna intervencija: neslaganje

Dopunska objašnjenja:
a) problemi merenja
b) kategorije aktive uzete u obzir
c) stabilnost tražnje novca
d) dejstva relativnih cena i zaliha
e) nezainteresovanost za podsticaje za trošenje
f) beznačajiost podsticaja trošelja i specifičnosti pojedinih sektora
g) mala zainteresovanost za nestabilnost
h) ukupna tražnja determinisana količinom novca
i) imunost na inflaciju troškova
j) beznačajnost ponašanja cena u pojedinačnim sektorima privrede
k) nezainteresovanost za pojedine sektore
1) rezultati dobijeni pomoću modela
m) pravilo o ekspanziji kao poseban tip cilja monetarne politike
n) odsustvo potrebe da se pomaže pojedinim sektorima
o) mala potreba da se neutrališu fluktuacije
p) sprečavanje nepredviđene inflacije
q) pridavalje značaja elastičnosti cena
r) prirodna stopa nezaposlenosti
s) nemogućnost izbora između nezaposlenosti i inflacije
t) prilagodljiva očekivanja i naglašavanje razlike između realnih i nominalnih veličina
u) realne varijabile koje nisu pod uticajem inflacije
v) nemogućnost izbora između nezaposlenosti i inflacije ublažava potencijalne gubitke izazvane pravilom o stabilnoj stopi rasta novčane mase
w) neefikasnost fiskalne politike
x) podaci o sektorima nisu potrebni
y) intervencija u sektorima nije potrebna za makroekonomsku politiku
z) odsustvo intervencije pomoću kamatnih stopa ili obima kredita
A) nije potrebna diskreciona monetarna politika
B) manja opasnost od kontrole nadnica i cena

C) inflaciono dejstvo rashoda javnog sektora finansiranih kreiranjem novca

D) inflacija povećava prihode javnog sektora

E) inflaciono finansiranje omogućava dopunske rashode

F) dominantan položaj novčane mase, a ne kamatne stope i zanemarivanje kanala finansijskog posredovanja

Prezentovana lista postavki monetarizma u ekspoziciji Mayera teži da monetarizam predstavi u logičnu i koherentnu celinu, kao pogled na svet, bez obzira da li ekonomisti prihvataju ili odbacuju monetarističku doktrinu ili pak dopunjuju, modifikuju i skraćuju validnost postavki monetarizma u najširem smislu. Mejerova lista postavki monetarizama naslanja se na Branerovu (postavke pod br. 1, 2, 3. i 4) i Fandovu (postavke pod br. 2, 7, 8. i 9) klasifikaciju[7] uz dopunu sa postavkama pod br. 5, 6, 10, 11. i 12, i uz odbacivanje Fandove postavke o uverenosti monetarista u zakašnjavanje dejstva monetarne politike (jer i kejnzijanci smatraju da monetarna politika deluje sa velikim zakašnjenjem) i Brunerove postavke o mogućnosti monetarne vlasti da kontroliše novčanu masu (jer su kejnzijanci davno prihvatili ovo gledište s tendencijom bližeg opredeljenja). Postavka pod br. 10 (realna Filipsova kriva) preuzeta je od Andersena,[8] a postavke pod br. 8 i 9 uzete su iz polemike između bankarske i currensv škole. Postavka pod br. 5 je u osnovi Hicksova postavka o složenim dobrima (po Meltzeru), iako Mayer ovom postavkom stavlja težište na opšti nivo cena (koja je tipična u monetarističkim diskusijama o inflaciji i odbacivanju troškovne inflacije).

Mayer je, po Johnsonu, izostavio međunarodni aspekt monetarizma,[9] tj. postavku da u uslovima fiksnih deviznih kurseva novčana masa i nivo cena u jednoj zemlji, ne zavise od njene monetarne politike već od monetarne politike celog sveta. Isto tako. Mayer je, po Fischu, zanemario stvaranje inflatornih predviđanja sa stanovišta hipoteze o racionalnim predviđanjima, jer monetarni impuls proizvodi samo inflatorne, a ne realne efekte.[10] Mayer je zanemario još jednu postavku monetarizma: uverenost monetarista da je zakašnjenje dejstva monetarne politike veliko i promenljivo - veli Fand.[11]

---

[7] K. Brunner, The Monetarist Revolution Monetary Theory. Weltwirtschaf fliches Arhiv 1/70. str. 1-30 i D. Fend, Ein monetaristisches Modell des Geldwirkungsprozesses, Kredit und Capital, Vol. 3., 1970. str. 361-385.

[8] Lionall Andersen, The State of the Monetarist Debate, Federal Reserve Bank of St. Louis, Vol. 56., septembar 1973, str. 5-6, W. H. Anderson, Financing Modern Government: The Political Economy of Public Sector, Houghton Miflin, Boston. 1973. i L.E. Andersen i J. L. Jordan. Monetary an Fiscal Action: A Test of their Relative Importance in Economic Stabilization, Federal Reserve Bankof St Louis, Review, novembar, 1968. str. 11-24.

[9] H. G. Johnsen i A. R. Nobav (Red.) Issues in Monettary Economics, Oxford University Press, London, 1974, str. 50 i H.G. Johnson, Further Essays in Monetary Economics, Y. Allen und Unwin, London, 1972. str. 16-32.

[10] Čini se, ipak, da je teorema akceleracije pre kompatibilna sa empirijskim podacima nego model racionahiih predvidjanja.

[11] Mayer je zapostavio ovu Fandovu postavku monetarista iz razloga što i kejnzijanci smatraju da monetarnu politika deluje sa velikim zakašnjenjem (D. I. Fand, Keynesian Monetary Theories, Stabilization

Majerove postavke monetarizma od 1 do 4 su osnovne, a postavke od 5 do 11 su izvedene - tvrdi Brunner.[12] Naime, postavke 5 i 6 su samo specijalni aspekti obuhvaćeni postavkom 4, a postavke 7 i 8 (tj. problem pokazatelja ili interpretacija i problem cilja ili strategije) proističu iz osnovnih postavki. Postavka 9 reprezentuje samo specijalni oblik problema strategije, a postavke 10 i 11 predstavljaju u suštini isti probiem.

James Tobin [13]je smatrao karakterističnim samo postavke 1, 7, 8, 9 i 10, s tim što u okvira postavke 7 pominje novčanu masu, a ne ukupne rezerve. Paul Samuelson navodi kvantitativnu teoriju i pravilo o monetarnoj ekspanziji kao dve osnovne postavke monetarizma, mada pominje i gledište da su nadnice i cene elastične, da su kamatne stope osetljive i na inflaciju i da postoji Filipsova kriva u realnom izrazu i prirodna stopa nezaposlenosti.[14]

Majerov koncept "strukture monetarizma" reprezentuje, po Bronfenbrenneru,[15] opširnu analizu prirode međusobne povezaposti dvanaest postavki, koje definišu savremeni monetarizam.[16] Prve četiri postavke (kvantitativna teorija novca, monetaristički mehanizam transmisije između monetarnih promena i promena dohotka, stabilnost privrednog sektora i beznačajnost distributivne dezagregacije za objašnjenje kratkoročnih makroekonomskih efekata) smatraju se obaveznim postavkama monetarizma, dok ostale postavke (usvajanje pravila o stabilnoj stopi rasta novčane mase, sumnja u Filipsovu krivu i politiku dohotka, osuđivanje inflacionog finansiranja i nepridavanje značaja punoj zaposlenosti idr.) ne moraju da prihvate svi monetaristi.

Ako se teži jednoj opštoj generalnoj koncepciji ekonomske politike, onda se moramo složiti sa Bronfenbrenerovim označavanjem monetarizma, pa, prema tome, i sa njegovim pomeranjem Majerove teze 9 (vezivanje rasta novčane mase za pravila, kao konstitutivno pravilo ponašanja monetarističke novčane politike) na prvo mesto kataloga pretpostavki, Majerove teze 8 (korišćenje novčane mase kao privremenog cilja monetarne politike) na drugu poziciju, Majerovu tezu 11 (tolerisanje nezaposlenosti kao cena za antiinflacionu politnku) zajedno sa tezom 10 (odbacivanje Filipsove krive kao trade-off indikatora) na treće mesto i Maje-

---

Policy and the Recent Inflation, Review Banking and Monetary Economics, oktobar 1969. str. 556-599 i Some Issues in Monetary Economics, Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, septembar 1969. str. 215-247.

[12] K. Brunner, The Monetarist Revolution in Monetary Theory, Weltwirtschalftliches Archiv, 1970. i A. Surey of Selected Issues in Monetary Theory, Schweizerische Zeitschrift fur Volkswirtschaft und Statistik, 1971. K. Brunner i A. Meltzer. An Aggregative Theory for Closed Economy: Reply-Monetarism: The principles issues, areas of agreement and the work remaining, u J.L. Stein (Ed.) Monetarism, North-Holland, Amsterdam, 1976. str. 17-42 i 150-182.

[13] J. Tobin, The New Economics One Decade Older, Princeton, N. York, 1971, str. 58-59.

[14] P. Samuelson, reflections on the Merits and Demerits of Monetarism, u J. Diamond, Issues in Fiscal and Monetary Policy, Illinois, Chicago, 1971. str. 7-21.

[15] M. Bronfenbrenner i T. Mayer, Liquidity Functions in the American Economy, Econometiica, april 1960. str. 810-834.

[16] U tome se, dakle, sastoji Bronfenbrenerovo verovanje u gledišta Mayer-a o monetarizmu, kao i Landlerovo tumačenje Mayerovog shvatanja monetarizma.

rovu tezu 12 (odsutnost državne intervencije) zajedno sa Bronfenbrenerovom dodatnom (trinaestom) tezom (moć centralnih banaka za regulisalje novčane ponude) na četvrtu poziciju hipoteza monetarizma.[17]

Od ukupno dvanaest postavki novog monetarizma Majera, Bronfenbrener bira četiri: pravilo o stopi rasta novčane mase (kao putokaz monetarne politike), korišćenje novčane mase, kao cilja monetarne politike (a ne nivo kamatne stope), tolerancija nezaposlenosti (radi dezinflacije cena) uz odbacivanje Filipsove krive, kao pouzdanog kriterijuma za optiranje između inflacije i nezaposlenosti, i mere neposredne kontrole (politike dohodaka i raspodele), i dodaje trinaestu, prilično spornu, postavku, po kojoj federalni rezervni sistem u SAD nema zadatak da reguliše novčanu masu (jer je upravljanje monetarnim stvarima osnovni uzrok velikih padova i uspona privredne aktivnosti u prošlosti i sadašnjosti).[18] Doduše, Bronfenbrenerovu novu postavku osporava sa tri aspekta. Naime, ako je M = C + D (M- novčana masa, C depoziti kod banaka) i B = C + R (B - primarni novac, R onda je

$$\frac{M}{B}=\frac{C+D}{C+R}=\frac{\frac{C}{M}+\frac{D}{M}}{\frac{C}{M}+\frac{R}{M}}=\frac{1}{\frac{C}{M}+\frac{R}{D}\cdot\frac{D}{M}}=\frac{1}{\frac{C}{M}+\frac{R}{D}\left(1-\frac{C}{M}\right)}$$

$$M=\frac{B}{\frac{C+R}{MD}\left(1-\frac{C}{M}\right)}$$

gde je R/D - koeficijent rezervi komercijalnih banaka i C/M - koeficijent gotovog novca nefinansijskih sektora prema ukupnoj količini novca.[19] To sa svoje strane znači da je kontrola primarnog novca od strane Federalne rezerve u SAD nedovoljna za regulisanje novčane mase u uslovima neizmenične smene cikličnih uspona i padova konjunkture (Gurly i Shaw). Druga zamerka odnosi se na nemogućnosti ograničavanja antiinflacionog delovanja Federalnog rezervnog sistema posredstvom limitiranja metoda koji indukuje politiku skupog novca (tj. metoda koju impiikuju povećanje kamatnih stopa, pooštravanje kriterijuma kreditne sposobnosti, kreditna ograničenja kompanija koje zavise od uzajmljenih sredstava i pritisak na štedne ustanove usled smaljenja uloge fiiansijskog posredovanja u procesu povlačenja depozita radi ostvarivanja većih prihoda od kamate). Najzad,

[17] M. Bronfenbrenner, op. cit., str. 477.

[18] Opširnije o ovim aspektima konsultovati: P. A. Samuelson i R. M. Solow. Analitical Aspects of Anti-Inflation Policy, American Economic Policy, maj 1960. i M. Friedman, What Price Guidepost, u G. P. Schultz i R. F. Aliber (Ed). Gaidelines: Infomal Controls and the Market Place, University of Chicago Press, Chicago, 1966. str. 17-39.

[19] Ph. Cagan, Determinants and Effects of Changes on the Stock of Money, 1987-1960, Columbia University Press, N. York, 1965. str. 12.

u uslovima neregularnih kretanja kratkoročnih kapitala i režima fiksnih deviznih kurseva limitira se moć monetarne vlasti, jer se stvara tendencija međunarodnog izjednačavanja kamatnih stopa. Time se monetarni ekspanzionizam, sa stanovišta smanjenja kratkoročnih stopa, neutrališe odlivom kapitala i vice versa.[20]

Što se tiče transmisionog mehanizma između monetarnih promena i realne privredne sfere, odnosno tzv. crne kutije, Bronfenbrener smatra da svako objašnjenje mora biti zasnovano na Pigouovom i Kejnzovom efektu po kome promene u oblasti novca utiču na realne varijabile preko promene nivoa cena nezavisno i preko dejstava promena nominalnih i realnih kamatnih stopa. Pri tome je od značaja da li se analiza formuliše u odnosu na M ili r pošto se njihova dejstva međusobno razlikuju.

U prostoru između Fridman-Šoovog pravila o konstantnoj stopi rasta novčane mase i diskrecionog odlučivanja o politici, koje traži Federalna rezerva, Bronfenbrsner ubacuje kompromisnu postavku da se stopa rasta novčane mase (Gm = Gn + Gu - Gv) utvrđuje za svaku godinu kao procenjena stopa rasta radne snage (Gn) plus procenjena stopa povećanja produktivnosti rada po času (Gu) minus procenjena brzina opticaja novca (Gv) po realnim kamatnim stopama predviđenim za narednu godinu, uz pretpostavku da se održava stabilnost nivoa cena (Gp = 0).[21]

Po Johnsonovom komentaru Majerovog monetarizma, Majer posmatra "monetarne faktore", u konkretnom smislu ponude novca i stabilne tražnje novca, što monetarizam distancira od klasične kvantitativne teorije kejnzijanskog rivala fiskalizma i tzv. mešavine protivrečnih monetarno-kejnzijanskih postavki.[22]

Klasična kvantitativna teorija je, preko formulacije jednačine razmene, imala za cilj da odvoji teoriju realne ravnoteže od determinisanja nominalnih nadnica i cena i da utvrdi neutralnost novca ili tzv. postulat homogekosti, iako je mehanizam uspostavljalja stanja monetarne neutralnosti i potrebiog perioda za njegovo uspostavljanje ostao nerazjašnjen. Novi mehanizam "željenih gotovinskih sredstava" Walrasa i kembridžske škole i mehanizam rashoda i dohodaka Wicksela i Kejnza doprineli su suštinskim razlikama između monetarističke i kejnzijanske škole, koji istovremeno uključuju ravnotežu tržišta količina i tržišta tokova (Johnson). Razlika je samo u tome što se mehanizam željenih gotovinskih sredstava usredsređuje na neravnotežu između željenih i stvarnih količina (pri čemu se promene tokova slučajno pojavljuju), a mehanizam rashoda i dohodaka na efekte neravnoteže količine kod određivanja relativnih cena i nivoa kamatne stope, koje indukuju neravnotežu između tokova rashoda i dohotka (pri čemu se menjaju

[20] J. Wauniski, The Mundall-Laffer Hypothesis – A New view of the World Economy, Public Interest, mart-april 1975, str. 28. i D. Kemp, A Monetary View of the Balance of Payments, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, april 1975.

[21] M. Bronfenbrenner, Monetary Rules: A NewLook, Journal of Lecture Economic, oktobar 1965.

[22] Po ovim gledištima (hibridom), ponuda novca od strane privatnog sektora je savršeno elastična na tražnju, pri čemu monetarne vlasti, da bi kontrolisale kamatne stope, čine ponudu novca elastičnom po tražnju.

tokovi automatski). U stvari, težište interesovanja monetarne teorije prenelo se sa tzv. dugoročnog dokazivanja monetarne neutralnosti na tzv. kratkoročnije probleme "uslova" monetarne ravnoteže (Wicksel, Robertson, Keynes, Nauek i tzv. Štokholmska škola). Monetarna ravnoteža sada implikuje jednakost između realne štednje iz tekućeg dohotka i realnih investicija, s jedne strane, i jednakost između promene tražnje količine novca i promene ponude količine, s druge strane.[23] Prema tome, dinamička neutralnost novca sada se može objasniti promenama bilo kojeg faktora, kao što su: tražnja novca, ponuda novca, sklonost ka štednji ili trošenju i sklonost ka investiranju. Raniji monetarni teoretičari promene novčane mase indukovane monetarnom politikom nisu smatrali osnovnim uzrokom monetarnih poremećaja, već su realne i monetarne poremećaje tražnje smatrali glavnim izvorima nestabilnosti.[24] Ranije monetarna teorija nije inkorporisala teoriju tražnje količine na koju utiču očekivanja. Stoga je mogućnost za promenu tražnje u cilju tezaurisanja bivala izražavana nestabiliošću tražnje novca ili nestabilnošću brzine opticaja, a ne stabiliom funkcijom vrednosti očekivanih nezavisnih varijabila. Kejnzijanci su, uzimajući odnos multiplikatora i sklonosti ka potrošnji za povezivanje promena ukupnih izdataka sa promenama investicija, koje se mogu kontrolisati delovanjem monetarne politike na kamatnu stopu, iskoristili trenutak da dotadašnja monetarna rezonovanja i verovanja podvrgnu podrugljivom ismejavanju. Međutim, monetaristička škola, odstupajući od neoklasične kvantitativne teorije, uvodi pravilo o stabilnoj - stopi rasta novčane mase za postizanje stabilnosti cena (eliminišući diskrecionu monetarnu politiku) i, kao reakcija na kejnzijanstvo, eksplicitno ugraduje u funkciju tražnje novca očekivane stope promena nivoa cena, kao determinante relativnog prinosa od novca, koja čini osnovu za razlikovanje realnih i nominalnih kamatnih stopa i promena realne i nominalne količine gotovinskih sredstava (Johnson).[25]

U okvira B. Fridmanovog[26] shvatanja teorije i empiricizma Meyerove taksionomije i "nepostojeće" rasprave o monetarizmu, ovaj autor tvrdi da je u Meyerovoj ekspoziciji monetarizma prenebregnuta razlika između empirijskih i teorijskih hipoteza, pri čemu je sadržaj monetarizma sveden na nekoliko empirijskih hipoteza, odnosno na pouke, koje se odnose na praktična pitanja. No, i empirijska pitanja (upoređivanje varijansi i elastičnosti, razlika između efekata prvog i efekta n-tog reda idr.) nisu do kraja raspravljena u nadmetanjima monetarista i fiskalista.

---

[23] Mayer je, stoga, u pravu što Patinkinovu monetarnu teoriju ne svrstava u monetarističku školu mišljenja jer se Patinkinovi stavovi se odnose na sprovođenje kratkoročne stabilnosti kao cilja već na dugoročnu monetarnu neutralnost

[24] R. A. Nobay i H. Johnson, Monetarism: A Historic Theoretic Perspective, Journal of Economic Literature, juni 1977, str. 470-485. i G. S. Tavalas i J. Aschheim, On Monetarism and Ideology, Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, juni 1979. str. 167-186.

[25] H. Johnson, Money, Balance of Payments Theory, and the International Monetary Problem, Princeton, 1977. str. 108-117. i Inflalion and the Monetarist Controversy, North-Holland, Amsterdam, 1972.

[26] B. M. Fridman, Crowding Out of Crowding In Economic Consequences of Finansing Govermnent Deficits, Brookings Papers on Economic Activity, Mo. 3,1978.

Sa teorijskog aspekta, rasprava je, po svemu sudeći, dostigla status nepostojeće debate. Uostalom, ni Mayerov skup od dvanaest teza u osnovi se ne zasniva na teorijskom modelu.

Kvantitativna teorija novca (preovladavanje uticaja monetarnih faktora na nominalni dohodak), kao prva teza monetarizma u Meyerovoj ekspoziciji, je empirijsko pitanje, koje ne isključuje uticaje nemonetarnih faktora (već ih podređuje monetarnim faktorima). Stabilnost privrednog sektora je, isto tako, empiričko pitanje (Mayerova teza 3) mada su Clower, Leijonhufrund, Tobin i Cagan razmatrali ovo pitanje sa teorijskog stanovišta nezavisno od potrebe njegovog povezivanja sa monetarizmom.[27]

Verovanje u promenljivo tržište kapitala i osporavanje značaja alokativnog elementa (Mayerova teza br. 4) u suštini su empirijska pitanja, koja izdvajaju efekte prvog reda od sekundarnih efekata. Mayer je identifikovao monetaristički pristup kao razmatranje potrošnje determinisane neto viškom tražnje jedine vrste aktive (realna sredstva), iako Friedman pokazuje da neto višak tražnje drugih vrsta aktive (proizvodni kapital, zalihe, zgrade, trajna potrošna dobra) teorijski može biti veoma značajan.

Koncentrisanje na opšti nivo cena (umesto na cene pojedinačnih sektora) i korišćenje malih (a ne velikih) ekonometrijskih modela - Mayerova teza 5 i 6 proističe iz empirijskog odbacivanja značaja alokativnog elementa. Korišćenje kreditnog potencijala kao instrumenta monetarne politike (teza 7) i korišćenje količine novca kao međucilja (teza 8) reprezentuje samo metode monetarne politike pod uslovom poznavanja vrednosti parametara[28] (iako B. M. Friedman smatra da pitanje pokazatelja nije od značaja za monetarnu politiku, ukoliko pokazatelj nije identičan sa instrumentom koji određuje centralna banka).[29]

Pravilo konstantnog rasta novčane mase (teza 9) reprezentuje optimalnu monetarnu politiku ako i samo ako je varijansa određenog parametra neodređena.[30] Verovanje u odsustvo alternative između inflacije i nezaposlenosti (teza 10) predstavlja empirijsku hipotezu koja se odnosi na iluziju nominalne nadnice poput stavova Tobina o Filipsovoj krivoj.[31] Konačno, veća zabrinutost zbog inflacije

---

[27] Robert W. Clower, The Keynesian Counter - Revolution: A Theoretical Appraisal, u Hahn - Brechling (Ed.), The Theory of initerest Rates, Mcmillan, London. 1965. Axsel Leijonhulvud, On Kejnesian Economics and the Economics of Keynes, Oxford University Press, London, 1968., James Tobin, Keynesian Models of Reccession and Depression, American Economic Review, maj 1975, str. 195-202. i Philip Cagan, The Monetary Dynamics of Hiperinflation, u M. Friedman (Ed.), Studies in the Quantity Theory of Money, University of Chicago Press, Chicago, 1956.

[28] W.Poole, Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stohastic Macro Model, Quartely Journal of Economics, maj 1970. str, 197-216 i J. Pierce i T. Thomson, Some Issues in Controlling the Money Stock, Federal Reserve Bank of Boston, 1972

[29] B. M. Friedman, Tasgets, Instruments, and Indicators of Monetary Policy, Journal of Monetary Economics, oktobar1975. str. 443-473.

[30] W. C. Bralnard, Uncertainty and the Effectiveness of Policy, American Economic Review, maj 1967. str. 411-425.

[31] M. Friedman, The Role of Monetary Policy, American Economic Review, mart 1968, str. 1-17, E. S. Phelps, Phillips Curves, Expectations of Inflation, and Optimal Unemployment Over Time, Economica,

nego zbog nezaposlenosti (teza 11) i averzija na državnu intervenciju (teza 12), kao lične Mayerove preferencije (B. Friedman), održavaju empirijske zaključke o tome da se privreda brzo vraća u ravnotežu pune zaposlenosti posle poremećaja koji utiču na opadanje privredne aktivnosti.

U okvira svojih pogleda na monetarističku, kejnzijansku i kvantitativnu teoriju novca, A. Meltzer[32] smatra da se postavke Tomasa Mayer-a, koje čine monetarizam u formi uspele kontrarevolucije u razvoju ekonomskog misaonog sistema su u dosadašnjim raspravama prihvatane, modifikovane, kombinovane i relativizirane (M. Bronfenbrenner, K. Branner, Ph. Kagan, B.M. Friedman, H. G. Johnson i D. Laidler),[33] osporavanje (J. Tobin, F. Modigliani, P. Samuelson, R. Gordon i A. Ando)[34] i dopunjavane (postavkama koje se odnose na devizne kurseve, stanje platnog bilansa, determinisanje količine novca i stope inflacije u otvorenoj privredi).[35] U tom pravcu, i Tobin (koji analizira uslove "istiskivanja" privatnih izdataka usled finansiranja duga) i Stein (koji ističe da kejnzijanac sada može biti i monetarista), i Cagan i Bronfenbrerner (koji razmatraju pravilo o stabilnoj stopi rasta novčane mase) i B. Friedman (koji napominje da monetarizam karakteriše skup empiričkih postavki), i Brunner, Johnson i Laidler (koji navode primere empirijskih neslaganja u pogledu dejstva politike) se uglavnom saglašavaju da razlike u mišljenju postoje još samo u pogledu empiričkih pitanja (ali ne i u pogledu analitičkih pitanja) i da mnoge postavke monetarizma prihvataju mnogi nemonetaristi.[36] No, ukoliko se mišljenja o monetarnoj politici nekada i

---

avgust 1967, str. 254-281 i J. Tobin, Inflaflon and Unemployment, American Economic Review, mart 1972, str. 1-18.

[32] A. H. Meltzer, The Demand for Money: The Evidence from The Time Series, Journal of Political Economy, juni 1963, str. 219-246., K. Brunner i A. H. Meltzer, Money, Debt and Economy Activity, Journal of Political Economy, Vol. 80.1972, str. 951-977., A. Meltzer, Money, Intermedion and Growth, Journal of Economic Literature, mart 1969.

[33] D. Laidler, Monetarism: An Interpretation and on Assessment, Economic Journal, Vol. 91. 1981. str. 1-28, R. Lucas, Rules. Discretion and the Role of the Economic Advisor. u S. Fischer, Rational Expectations and Economic Policy, Chicago University Press, Chicago, 1980.

[34] A. Robinson. Keynes and his Cambridge Colleagues, u D. Patinkin i J. C. Leith (Ed.), Keynes, Cambridge and the General Theory, 1978, str. 25-38. i D. Patinkin i .J. C. Leith (Ed.), Keynes, Cambridge and the General Theory, University of Toronto Press, Toronto, 1978.

[35] A.Jerome L. Stein, A keynesian Can be a Monetarist, u J. L. Stein (Ed.), Monetarism, North-Holand, Amsterdam, 1976, str. 253-272. James Tobin - Williarn Buiter, Long-Rum Effectes of Fiscal and Monetary Policy on Aggregate Demand, u J. L. Stein (Ed.), Monetarism, North-Holland, Amsterdam, 1976, str. 296., Bewamin M. Friedman, The theoretical Non-Debate About Monetarism, Kredit und Kapital 9/77, str. 347-367., A. Maltzer, Keynes General Theory; A Different Perspective, Econmie Literature, mart 1981, str. 34-36., R.J. Gordon, Makroekonomics Rostain, Liffle Brovra, 1978., J.L. Stein, Monetarist, Keynesian and New Classical Economics, Basil Blackwell, Oxford, 1982., R. Lukas, Expectations and the Neutrality of Money, Journal of Economic Theory, april 1972, str. 103-124., J. Hicks, The Crisis in Keynesian Economics, Basil Blackwell, Oxford, 1979, L.R. Klein, The Keynesian Revolution, Macmillan. London, 1968., A. Leijonhufvud, On Keynesian Economic and the Economics of Keynes, Oxford University Press, Oxford 1970. i P. Minford i dr., Is Monetarism Enought, The Institut on Economic Affairs, London, 1980.

[36] T. Humphrey, Role of Non-Chicago Economists in the Evolution of the Quantity Theory in America:1930-1950, Southern Economics Journal, juli 1971, str. 12-18. i On the Monetary Economics of

razlikuju, ona su uglavnom rezultat različitih procena vrednosti parametara u jednačinama (modelima) i ekonomskih efekata vladine politike, mada Tobin tvrdi da se preporuke monetarista u domenu vodenja monetarne politike manje baziraju na teorijskim i empirijskim zaključcima nego na različitim ocenama vrednosti.[37] Meltzer se, svakako, protivi ovim mišljenjima, pošto zapostavljaju empirijska i analitička pitanja u polemici monetarista i fiskalista.

Monetarizam, smatra Meltzer, nije ni ponovo otkrivanje kvantitativne jednačine niti oživljavanje nekadašnje kvantitativne teorije. Mayerovo poređenje kvantitativne i kejnzijanske teorije pokazuje da između kvantitativne teorije i monetarizma postoji veza (Brunner i Johnson) ili tradicija, (M. Friedman) iako je reč o relativno "različitim" teorijama (Meltzer). Izuzetak je, svakako, Kagan, koji smatra da monetarizam unekoliko predstavlja povratak na "neku vrstu" kvantitativne teorije zasnovane na principima 20-tih godina. U monetarističko-fiskalističkoj polemici,[38] rešenje problema, koji se odnose na politiku stabilizacije, ne zavisi samo od nagiba krivih IS-LM u kejnzijanskoj i neokejnzijanskoj teoriji i od tačnosti tradicionalnog tumačenja kvantitativne i neokvantitativne teorije, već i od razlika između kvantitativne, kejnzijanske i monetarističke teorije prilagođavanja ekonomske aktivnosti i cena nominalnim i realnim poremećajima, tumačenja nezaposlenosti, gledanja na javni sektor, izbora između nezaposlenosti i inflacije i jednačina državnog budžeta u modelima.[39]

U okvim teorijskog aspekta rasprave o monetarizmu, Ehrlicher, u osvrtu na datu raspravu, da Mayer u teorijskoj kontroverzi oštro istupa protiv pokušaja da se monetarizam nominuje kao "ideološka doktrina" koja iznalazi tehničke razloge za jedan "unfettered capitalism" i protiv podmetanja ideološki zasnovane preference za intervenciju države fiskalizmom.[40] Ali, monetarističko uverenje u regulativne snage tržišta i kejnzijansko ubeđenje u nužnost društvene korekture nepovoljnih ekonomskih kretanja u osnovi ocrtavaju njihove polarizovane stavove u razvoju ekonomske misli (Ehrlicher).

Chicagoans and Non-Chicagoans: Reply, Southern Economic Jurnal, januar 1973, str. 460-463.

[37] J. Tobin, Is Friedman a Monetarist?, u „Monetarism'" (J. Stein), Nord-Holland, Amsterdam, 1976, str. 336.

[38] K. Brumier i A. H. Meltzer, Some Further Investigations of Demand and Supply Functions of Money, Journal of Finance, No. 2, 1964. str. 240-283., E.G. Corrigan, The Measurement and importance of Fiscal Changes, Federal Reserve Bank of New York, Monthly Review, juni 1970. sti: 113-145, i F. De Leeuw i E. M. Gramlich, The Channels of Monetary Policy: A. Further Report on the Federal Reserve - MIT Econometric Model, Federal Reserve Bulletin, juni 1969, str. 472-491.

[39] A. S. Blinder i R. Solow, Does Fiscal Policy Matter, Journal of Public Economics, No. 2, 1973, str. 319-337., K. Brunner i A. Meltzer, Debt and Economic Activity, Journal of Political Economy, Vol. 80, 1972, str. 951-977 i An Aggregative Theory for a Closed Economy, u J.L. Stein (Ed.), Monetarism, North-Holland, Amsterdam, 1976, str. 69-103. C. Christ, A. Simple Macroeconomics Model with a Government Budget Restant, Journal of Political Economy, Vol. 76, 1968. str. 52-67., J.L. Stein, Unemployment, Inflation and Monetarism, American Economic Review, Vol. 64.1974. str. 861-889. i J. Tobin, i W. Buitter, Long-Run Effects of Fiscal and Monetary Policy on Aggregate Demand. u J.L. Stein (Ed.), Monetarism, op. cit, str. 273-309.

[40] T. Mayer, op. cit., str. 307.

Svakako, svaki pokušaj sistematizovanja oprečnih stavova monetarista i fiskalista nije u skladu sa pokušajem Mayera [41] da prebrodi šematsku podelu u škole i nesrećnu podelu ekonomista,[42] i da pokaže kako nisu u pitanju antagonističke pozicije koje se uzajamno isključuju, već suprotnosti koje su motivisane različitim konceptima o empirijskim činjenicama (Ehrlicher). Mayer, nadalje, pokušava da pokaže kako je kvantitativna teorija, u stvari, jedina origenerna i primarna teza, postavka monetarističke doktrine i da ostale teze, koje nisu, ipak, prezentanta s ciljem konstrukcije relatitvno zatvorenog teorijskog sistema, svaki monetarista da bi bio monetarista, ne mora da prihvati (jer može da zadrži uobičajenu kejnzijansku poziciju) i svaki kejnzijanac da bi ostao kejnzijanac, ne mora da odbaci (jer može da primi uobičajenu monetarističku poziciju). Ova dva teorijska sistema, dakle, ne isključuju jedan drugoga, već divergiraju sa stanovišta dugoročne analize i konvergiraju sa stanovišta kratkoročne analize. Doduše, divergirajuće teze, sagledišta monetarne teorije, uslovljene su, pre svega, različitim pretpostavkama u empirijskim faktorima, koje nisu odlučujuće u odnosu na teorijski značaj različtih pretpostavki o vrednostima parametara u modelima i različitih rezultata empirijskih istraživanja, koji u perspektivi treba da doprinesu premošćavanju razlika između monetarista i fiskalista u smislu jedne "theoretical nondebate" (Bewamin Friedman).[43]

Mayer je, svojim katalogom teza, pokušao samo da izloži strukturu monetarizma i da monetarističke postavke konfrontira sa odgovarajućim stavovima kejnzijanaca. Mayer dakle, nije imao namera da monetarizam predstavi u vidu teorijski zatvorenog sistema niti da kejnzijansku teoriju prikaže na identičan način,[44] tj. u vidu kataloga postavki fiskalizma (koji već reprezentuje i teorijski i empirijski i logički zatvoreni sistem), već da poređa pojedinačne monetarističke teze jednu pored druge i da negativno označi kejnzijanske pozicije bez formulisanja ključne teze fiskalizma analogne kvantitativnoj teoriji (Ehrlicher).[45]

Stoga, Bronfenbrenner smatra da su shvatanja manje-više podjednako razbacana u jednom spektru, koji se proteže od čistih fiskalista do čistih monetarista s tendencijom nezaposedanja krajnjih tačaka, te da se pri takvoj raspodeli osnovna klasifikacija ekonomista čini beskorisnom. Sa stanovišta spornih teorijskih pitanja, adekvatnije je govoriti o kontroverzi između pozicija neokvantitativne

---

[41] T. Mayer, op. cit, str. 191. i 310.

[42] T. Mayer, Der Einfiuss der Modern Geldtheorie auf die US-Geldpolitik, Kredit und Kapital 3/82., str. 365-385., A. Coddington, Keynesian Economics, Journal of Literature, Vol. 14, 1976, str. 1258-1273. i M. Bronfenbrermer i T. Mayer. Liquidity Functions in the American Economy, Econometrica, oktobar 1960, st. 810-834.

[43] B. Friedman, Optimal Expectations and the Extreme Inflation Assumptions of Rational Expectations Macromodels, Journal of Monetary Economics, januar 1979.

[44] Jedino je Friedmanova (Bewamin) provera Mayerovih teza reprezentuje poređenja dva teoretska sistema. koja su simultano i divergirajuća i konvergirajuća.

[45] M. Borchert, Geld und Kredit, Verlag W. Kohlhammer, Stuttgart, 1982, J. Denizet, Monnaie et financement dans les annees 80, Dunod, Paris, 1982., A. Chaineau, Mecanismes et politique monetaires, P.U.F., Paris 1981., M. Aglietta i A. Orlean, La vpolence de la mormaie, P.U.F., Paris, 1982.

teorije i pozicije teorija dohotka ili kejnzijanske pozicije, dok je sa stanovišta divergirajućih ekonomskih koncepata pravilnije govoriti o razlikama između monetarističke i fiskalističke pozicije.

Neokvantitativni koncept monetarne politike, veli Naubauer u tezi o nemogućnosti monetarističke politike, pati od besmislica, koje su imanentne teorije, ali, koje, na žalost nisu odstranjene ni nakon višegodišnjih žučnih rasprava monetarista i kejnzijanaca. Fatalna nesigurnost ispoljava se, naročito, pri definisanju novčane mase, budući da ostaje nejasno šta je efikasni agens: kategorija finansijska aktiva, kao kontrapart realnoj aktivi, ili likvidnost privatnog sektora. Teorija ponude novca u verziji neokvantitativne teorije ne može učiniti verovatnim da centralna banka može u dovoljnoj meri da pouzdano kontroliše novčanu masu; jer, iznos primarnog novca (zavisno od definicije), kao neophodna i dovoljna instrumentalna varijabila, ili nije instrumentalna varijabila (nije egzogena), ili nije u odnosu dejstva sa novčanom masom. U Nemačkoj, koncept iznosa primarnog novca, u neokvantitativnoj verziji, nije relevantan niti je multiplikator dovoljno konstantan (a nije ni moguće kontrolisati njegove promene za neokvantitativno orijentisanu monetarnu politiku). Uska kauzalna veza između promena novčane mase i društvenenog proizvoda u Nemačkoj nije mogla biti dokazana. A, ukoliko monetarna politika nema zadovoljavajuću kontrolu novčane mase, utoliko zastupani transmisioni mehanizam (M - Y) pada na ispitu, tim pre, ako su kolebanja brzine opticaja novca velika koje se ne mogu kontrolisati. Stoga, Naubauer sumnja da teorija prilagođavanja strukture imovine opisuje transmisioni mehanizam.[46]

Politika centralne banke u Nemačkoj pažnju mora da usmeri na ekspanziju bankarskih kredita, jer se pomoću politike likvidnosti, odnosno kamatne politike, može kontrolisati kreditna ekspanzija i izdaci za robu, koji su, finansirani iz kredita. To proističe iz razloga neverovanja u mogućnost kontrolisanja novčane mase i poverenja u mnogo moćnije dejstvo monetarne i kreditne politike u poređenju sa dejstvom koje proističe iz promena ukupne količine gotovog novca. Finansiranje investicija u odnosu na finansiranje željenog držanja novca u obliku gotovine znatno ranije zapada u usko grio, ali supsticijama politika strukture kamata, koja je orijentisana na korišćenje likvidnosti nebankarskog sektora (i koji utiče na novčanu masu) pokazuje tada svu svoju efikasnost i korisnost - zaključuje Neubauer.[47]

Po Meltzeru, dva su međusobna povezana pitanja ostala u pozadini monetarističke i fiskalističke polemike, i to: (1) karakter i značenje nezaposlenosti i (2) institucionalni okviri. Naime, kejnzijanci su tvrdili da je svaka ciklična nezaposlenost "nevoljna" i da predstavlja smanjenje proizvodnje za društvenu zajednicu i smanjenje dohotka nezaposlenima. Kejnzijanci, po pravilu, zanemaruju razliku između dohotka i tekućih primanja koja se nalaze u osnovi modela vremenske

[46] R. B. Mc Kenzie, The Limits of Economic Science, Klumer, Boston, 1982. i M. K. Bunkma i V. V. Motvlev, Protivorečja i konflikt savremenog kapitalističkog hozjajstva, Moskva, 1982.
[47] I. Pentzlin, Das Geld, Ullstein. Berlin – Frajburg, 1982.

preferencije (Branner i Meltzer). Monetaristi, suprotno od kejnzijanaca, prave razliku između tekućih primanja i dohotka, i zabeleženu nezaposlenost u periodu blagih ciklusa ocenjuju, uglavnom, posledicom fluktuiranja primanja, ciklična nezaposlenost, po monetaristima utiče na promenu tokova stalnog ili predviđenog dohotka i potrošnje, pod uslovom da fluktuacije primanja dovedu do ponovne ocene prosečnih primanja ili fluktuacija primanja u strakturi zanimanja i u celokupnoj privredi.[48] S druge strane, institucionalni okviri, po prirodi stvari, povećavaju ili smanjuju rizik. Društvena politika, menjajući odnos između rizika i prinosa i smanjujući fluktuacije kolebanja, u osnovi modifikuje predviđeni nivo dohotka i varijabilnost tokova dohotka i podruštvljavanje ili socijalizuje rizik.[49] Empirijsko i analitičko pitanje, tj. pravilo o stabilnoj stopi rasta novčane mase, odnosno diskreciona monetarna politika, nameće se kao pitanje do koje mere makro politika deluje na smanjenje fluktuacije i rizika bez umanjivanja prinos, i kakve su implikacije teorije koja sadrži racionalna očekivanja za politiku (Lukas, Pescott, Phelps i Taylor).[50]

Na kraju, najvažnije postavke novog monetarizma možemo sumirati i prezentirati u sledećih nekoliko tačaka:

1. Novac je jednakovredni oblik aktive čija je vrednost jednaka inverznoj vrednosti opšteg nivoa cena (1/P) pri čemu je kamatna stopa cena kredita.

2. Opšti nivo cena može se promeniti u kratkom roku usled čega je potrebno praviti razliku između nominalnih i realnih vrednosti.

3. Promena u količini novca u opticaju direktno utiče na rashode i prihode (pa, prema tome, i na nacionalni dohodak), a ekonomski subjekti prilagođavaju struktura aktive svoje imovine željenoj strakturi (neposredan transmisioni mehanizam).

4. Ponuda novca je u najvećoj meri nezavisna od njegove tražnje i nastupa kao egzogena promenljiva, mada promena u ponudi novca može u kratkom roku prouzrokovati promenu brzine opticaja novca u istom smeru.

5. Tražnja realne količine novca (Md/P) je stabilna funkcija ograničenog broja promenljnvih, tako da je brzina opticaja stabilna funkcija određenih promenljivih.

6. Određivanje kretanja opticajne brzine novca je u potpunosti moguće, kao i određivanje promena u nominalnom nacionalnom dohotku uz date promene količine novca u opticaju.

---

[48] K. Brunner i A. Meltzer, An Aggregative Theory for a Closed Economy, u J.L. Stein (Ed.), Monetarism, North-Holland, Amsterdam, str. 69-103.
K. Brunner, A. Survey of Selected issues in Monetary Theory, Schweizerische Zeitschrift fur Volkswirtschaft und Statistik, No. 1, 1971, str. 1-46. i K. Brunner A. Meltzer (Ed.), The Economics of Price and Wage Controls, Amsterdam, 1976.[49]

[50] Should Control Theory be Used for Economic Stabilization, Carnegie - Rochester Conference Series, Journal of Monetary Economics, dodatak, No. 7, 1977, str. 13-38., R. Lucas i T. Sargent (Ed.), Rational Expectations and Econometric Practice, Minneapolis, 1981., R. Lukas, Studies in Business – Cycle theory, Cambridge - London, MGT Press, 1981. i T.J. Sargent, Makroekonomic Theory, Academic Press, N. York, 1979.

7. Promena stope rasta količine novca u opticaju je važan faktor, koji kratkoročno utiče na stopu rasta realnog nacionalnog dohotka, a dugoročno na rast opšteg nivoa cena, pri čemu dugoročnu stopu rasta realnog nacionalnog dohotka određuju realni faktori.

8. Ekonomija (privreda) je inherentno stabilna sa prihvatljivoin stopom nezaposlenosti pod uslovom da je stabilan rast količine novca u opticaju (preduslov), a ukoliko dođe do poremećaja privreda se može brzo prilagoditi iznalaženjem dugoročnog monetarnog nivoa, i

9. Agregati su samo značajni, dok su alokacioni faktori beznačajni, kao i zbivanja u pojedinačnim sektorima,[51] a, dejstvo na nacionalni dohodak je uvek isto, bez obzira ko dobija dodatnu količinu novca i u koje namene odlaze dodatni državni rashodi, i, stoga, su mali ekonometrijski modeli pogodniji.[52]

2. STRUKTURA FISKALIZMA

Za razliku od monstarističkog sistema, kejnzijanski sistem je veoma teško predstaviti u vidu kataloga relativno prihvaćenih teza, jer je spektar kejnzijanske doktrine širok, dosta izdiferenciran i više rasprostranjen u ekonomskoj teoriji i praksi. No, i pored toga, Werner Ehrlicher je pokušao da kejnzijanski sistem okarakteriše u četiri fundamentalne teze:

1. Vrednost novca je determinisana mikroekonomski (budući da promene opšteg nivoa cena proističu iz nagomila vanja nemonetarno prouzrokovanih promena pojedinačnih cena),

2. Nominalna novčana masa je u većoj meri određena endogeno nego egzogeno (pri čemu je snabdevanje privrede novcem vrlo elastično),

3. Tražnja privrednog sektora je tendencijski nestabilna (jer mehanizmi multiplikacije i akceleracije pojačavaju egzogene impulse) i

4. Nivo proizvodnje i zaposlenosti determinisani su makroekonomski.

Za razliku od monetaraca, koji u promenama novčane mase vide najvažniju determinantu promena nominalnog dohotka, u kejnzijanskoj doktrini se ne može naći ni jedna dominirajuća makroekonomska veličina za određivanje opšteg nivoa cena. Ali, većina kejnzijanaca ne misli da je novčana masa bez značaja za kretanje ošpteg nivoa cena, isto kao što i većina monetarista ne smatra da je novčana masa samo jedina determinanta promena nominalnog dohotka, odnosno vrednosti novca. Ključna razlika između monetarista i kejnzijanaca postoji, ipak, u tome što monetaristi tvrde da je opšti nivo cena makroekonomski određena

[51] Uporedi: Vane H.R. i J.T. Thompson, Monetarism: Theory, Evidence and Policy, Oxford, Martin Robertson, 1980, R.J. Gordon (Ur.), Milton's Friedman Monetary Framework, Chicago, The University of Chicago Press 1974, i G. Clayton. J. C. Gilbert i R. Sedqwick. Monetary Theory and Monetary Policy in the 1970.g. London, Oxford University Press, 1971.

[52] K. Lahiri. The Econometrics of lnflationary Expectations. Norl-Holland, 1981.

veličina, dok kejnzijanci smatraju da se ukupni nivo cena izvodi iz pojedinačnih cena, koje su determinisane visinom nadnica, povećanjem dobiti, visinom poreza, napretkom u proizvodnji i cenama uvoznih dobara. Formiranje i korišćenje dohotka zauzimaju ključnu poziciju u procesu deriviranja opšteg nivoa cena iz pojedinačnih cena, jer su dohoci osnova novčane tražnje i komponente koja ulazi u cene ponude kao faktor troškova ili povećanje dobiti. Povećanje dobiti je, po pravilu, u funkciji povećanja dodatnih investicija, pa, prema tome, i povećanja tražnje, dok je povećanje nadnica u funkciji povećanja tražnje potrošnih dobara. Napredak u proizvodnji teži redukciji troškova i povećanju produktivnosti, a promene poreskih stopa u korelaciji su s programiranim izdacima javnog sektora (čiji je smer često kontraciklično orijentisan). Kejnzijanska teza o mikroekonomskoj određenosti opšteg nivoa cena inkorporiše pretpostavku o nekompenzovanju promena pojedinačnih cena u dejstvu na nivo cena suprotnim kretanjima. Kejnzijanci u, ovom kontekstu, pretpostavljaju (1) da je novčana masa elastična (tj. da ne predstavlja faktor restrikcije u privredi) i (2) da se restriktivni karakter u slučaju nedovoljne elastičnosti novčane mase primarno reperkutuje u pravcu opadanja proizvodnje i zaposlenosti, što je u skladu sa Ehrlicherovom drugom i četvrtom tezom kejnzijanske teorije, kao i sa proporcijom da je vrednost novca nemonetarno-mikroekonomski određena (prva teza).[53]

Teza o endogenosti novčane mase, koju zastupaju kejnzijanci, potiče od banking-teorije. Međutim, savremene novčane privrede u svojim mehanizmima kreiranja novca oslanjaju se na više komponenata (komponenta refinansiranja, spoljnoekonomska komponenta i fiskalna komponenta), u kojima učestvuju centralna banka, poslovne banke i nebankarski sektori (Ehrlicher i Naubauer). Kreiranje primarnog novca i žiralnog novca ne mora uvek da pođe od centralnog transmisionog instituta, budući da inicijativu mogu pokrenuti i poslovne banke i nebankarski sektori.[54] Teza o endogenom karakteru novčane mase, po pravilu, dolazi do izražaja u sistemima u kojima centralne banke nisu u mogućnosti da utiču na povećanja nadnica, koje, prevazilazeći povećanje produktivnosti rada, indukuju porast cena. Poslovne banke prinuđene su da privrednim subjektima stavljaju na raspolaganje dodatne kredite za finansiranje povećanja nadnica. Isto tako, iskustva govore da su centralne banke, u uslovima stagnacije ekonomskog rasta ili recesije, bile prinuđene i da su za poslovne banke i ekonomske subjekte pribavljale likvidnost radi stvaranja preduslova za obnovu privrednog rasta.

Monetaristi interpretiraju stabilnost tražnje novca kao "stabilnu funkciju ograničenog broja varijabila koje to ilustruju", dok se kejnzijanci, usled verovanja u nestabilnost tražnje novca, orijentišu na kolebanja brzine opticaja novca koja su

[53] R. Dornbusch i S. Fisher, Macroeconomics. Mc Grow-Hill, N. York, 1981., R. Portait i P. Poncet, Macroeconomie financiere, Bruvant, Bruxelles, 1980., J.D. Hey, Economics in Diesequilibruim, M. Robertson, Oxford, 1981., H. Neuman, Traité d'économie financière, P.U.F. Paris, 1980. i B. M. Mitnick, The Political Economy of Regulation, National and Multinational Monetary Concers, 1982.

[54] To je Naubaueru poslužilo kao osnov da izvede argument za nemogućnost jedne monetarističke novčane politike.

primetna u konjunkturnim trendovima. Kejnzijanci, iz svog koncepta o nestabilnosti tražnje novca u konjunkturi, deriviraju potrebu za anticikličnom monetarnom politikom. Monetaristi, pak, iz svog koncepta o stabilnosti tražnje novca, izvode monetarističko "verovanje" u vezivanje novčane mase za "pravila igre" radi ublažavanja konjukturnih kolebanja.[55]

S druge strane, monetaristi veruju u stabilnost privalnog sektora i, stoga, smatraju da su autonomna kolebanja tražnje privrednog sektora relativno mala i zanemarljiva te da su samokontrolni mehanizmi privrede sposobni za apsorbovanje poremećaja. Suprotno od monetarista, kejnzijanci tvrde da je tražnja privrednog sektora podložna kolebanjima, usled tendencijske nestabilnosti marginalne efikasnosti kapitala, a da se impulsi preko multiplikatora i akceleratora pojačavaju i preko pretpostavljene elastičnosti novčane mase odražavaju. Po pravilu, monetaristi tezu o stabilnosti privatnog sektora obrazlažu empirijskim istraživanjima novčane mase, cena, proizvodnje i dohotka, čiji rezultati pokazuju paralelizam između kretanja novčane mase i nominalnog dohotka. No, postoje i argumenti, koji objašnjavaju odredenost novčane mase iz vremenski kasnijih promena dohotka,[56] tako da Mayerova treća teza postaje više pitanje prauzibilnosti teorijskih argumenata, nego vrednosti parametara. Prema tome, monetaristička teza stabilnosti, odnosno kejnzijanska teza o nestabilnosti ima dva aspekta: (1) aspekt stabilnosti, odnosno nestabilnosti tražnje novca koji se razmatra u okviru transmisionog procesa, i (2) aspekt stabilnosti, odnosno nestabilnosti privrednog sektora, koji se razmatra sa stanovišta tražnje. Kejnzijanci, u tom kontekstu, nemaju povoda da empirijski dokazuju tendenciju nestabilnost ekonomskih procesa, odnosno tražnje privrednog sektora (naročito investicione tražnje) i tražnje novca,[57] budući da istorija ekonomskih trendova dovoljno jasno i egzaktno potvrđuje kejnzijanske pozicije.

Ehrlicherove četiri teze kejnzijanskog sistema reprezentuju protivtežu paralelnim Mayerovim tezama (četiri) monetarističkog sistema: (1) nemonetarna mikroekonomska određenost vrednosti novca naspram kvantitativne teorije novca, (2) endogena određenost novčane mase nasuprot monetarističkog procesa transmisije,[58] (3) nestabilnost privrednog sektora nasuprot stabilnosti privatnog sektora i (4) makroekonomska određenost zaposlenosti i proizvodnje naspram mikroekonomske određenosti.

---

[55] G. R. Feiwel, Samuelson and Neoclassical Economics, Cluwer-Nijhof, Boston-Hague-London, 1981. i J. Aitoiis, Keynes et les probabilites: un aspect du „fondamentalizme" Keynesien, Revue économique 5/82 i P. Delfaud. Keynes et le keynesijanisme, P.U.F., Paris, 1982.

[56] J. Tobin, Money and Income,Quarterly Journal of Economics, Vol. 84,1970, str. 301-304.

[57] M. Beek, Government Spending: Trends and issues, Praeger, N. York, 1981., G. von Furstenburg (Ed.), The Government and Capital Formation, Ballinger, N. York, 1980., L. Pliatzky, Getting and Spending - Public Expenditiue, Employment and Inflation, Basil Blackwell, Oxford, 1982. i N.F. Keiser, Makroeconomics, Fiscal Policy and Economic Growth, John Wiley and Sons, 1967.

[58] Ehrlicherova druga teza o endogenosti novčane mase dopunjuje prvu i o nemonetarno-mikroekonomskoj određenosti novčane mase, utoliko što se mikroekonomsko određivanje nivoa cena može zamisliti samo ukoliko novčana masa ne predstavlja faktor restrikcije na makroekonomskom planu.

Pošto je kriza 30-tih godina podstakla Kejnza da iznađe rešenje problema određivanja nivoa realne privredne aktivnosti, odnosno nivo zaposlenosti i proizvodnje, to je njegova ideja o dokazivanju mogućnosti ravnoteže pri nedovoljnoj nezaposlenosti, koja je izvedena iz analize procesa formiranja i korišćenja dohotka, u aktuelnim uslovima, mogla da doprinese prikladnijem katalogiziranju postavki kejnzijanske teorije po obrnutom redosledu: (1) makroekonomska određenost nivoa realne privredne aktivnosti, kao prva teza, (2) ubeđenost u nestabilnost privrednog sektora, kao druga teza, (3) endogenost novčane mase, kao treća teza, i (4) mikroekonomska određenost nivoa cena, kao četvrta teza (Ehrlicher).[59]

U kejnzijanskom konceptu, zaposlenost i proizvodnja su makroekonomski određeni efektivnom agregatnom tražnjom na koju deluju monetarna i fiskalna politika usled tendencijske nestabilnosti tražnje privatnog sektora. Kejnzijansko centralno pitanje determinanti zaposlenosti važilo je za sekundarni problem od klasične teorije do monetarizma. Pri tome je samo klasična ideja o automatskom tendiranju ekonomskog sistema ka punoj zaposlenosti zamenjena monetarističkom idejom o prirodnoj stopi nedovoljne zaposlenosti ili prirodnom nivou proizvodnje. Prirodna stopa nezaposlenosti i prirodni nivo proizvodnje se mikroekonomski objašnjavaju graničnom produktivnošću, visinom realnih nadnica, stanjem na tržištu rada, troškovima migracije radne snage, mobilnošću rada i drugim nemonetarnim faktorima. Kejnzijanci, za razliku od monetarista, suprotstavljaju gledište, po kome visinu efektivne tražnje određuje nivo ekonomske aktivnosti, objašnjenju nivoa privredne aktivnosti sa stanovišta ponude. U Kejnzijanskom sistemu komponenata ukupne tražnje dominantno mesto pripada autonomnim investicijama i tražnji javnog sektora, koje, kao egzogene određene veličine, determinišu nivo ravnoteže sistema pri datom nivou zaposlenosti.[60] U tom sklopu, monetarna politika utiče na investicionu aktivnost posredstvom dejstva na nivo kamata i marginalne efikasnosti kapitala, a u sa dejstvu sa fiskalnom politikom, deluje na nivo zaposlenosti i proizvodnje.[61]

No, mi smo, na kraj u, spremni da Ehrlicherovu listu propozicija kejnzijanskog sistema proširimo novim postavkama na bazi teorijskih stavova Modiglianija, Samuelsona, Tobina, Duesenberrya, Hansena, Musgravea, Johansena, Hellera, Hicksa, Barrerea, Solowa, Blindera, Kleina, Leijonhufvuda, Andoa, Philipsa, Ecksteina, Gordona i Feldsteina, uprkos tvrdnji Mayera da ne postoji merodavna lista kejnzijanskih postavki. To činimo iz razloga što smo na isti način

---

[59] K. Kuhne, Evolution ekonomie, Stutgart, Gustav Fischer Verlag, 1982., R.T. Froven, Macroekonomic, Macmillan, N. York, 1983. i F. Poulon, Economie generale, Dunod, Paris, 1982.

[60] Potrošnja se, pri tome, smatra funkcijom dohotka i nezavisnom varijabilom.

[61] A. Peacock i F. Forte, The Political Economy of Taxation, Mattin's Press, N. York, 1981., J. A. Pechman (Ed.), Comprehensive Income Taxsation, Brookings Institutions, Washington, 1977., J. Tobin, The Negative Income Tax, u P. Samuelson i dr. (Red.), Readings in Economics, Mc Graw-Hill, N. York, 1967., R.A. Musgrave, The Economic of Taxation, Brookings Institations, Washington, 1980. i W.J. Keller, Tax Incidence, North-Holland, Amsterdam, 1980.

postupili i pri sintetizovanju postavki monetarizma. Te postavke su, po nešem mišljenju, sledeće:

1. Opšti nivo cena na kratak rok se ne menja,
2. Ponuda novca je uglavnom finansijska aktiva, a cena novca je kamatna stopa, pošto se novac pozajmljuje,
3. Supstitut novca je uglavnom finansijska aktiva, a cena novca je kamatna stopa, pošto se novac pozajmljuje,
4. Promena, koja je rezultat nesrazmere između ponude i tražnje novca, utiče na promenu kamatne stope, koja, preko promene u investicionim rashodima, utiče na nominalni dohodak (tzv. indirektni transmisioni mehanizam),
5. Funkcija tražnje novca i brzine opticaja novca su nestabilne (Keynes),[62] odnosno tražnja novca je mnogo manje stabilna funkcija nego što smatraju monetaristi (kejnzijanci),
6. Tačnost predviđanja promena u nacionalnom dohotku na osnovu promena u količini novca u opticaju nije siguma i pouzdana
7. Promene u količini novca nisu beznačajne, ali nisu ni najznačajnije za promene nacionalnog dohotka, koji, pre svega, zavisi od autonomnih rashoda, iako se dopušta mogućnost da su date promene (u količini novca na nacionalni dohodak) najznačajnije na dugi rok,
8. Ekonomija je inherentno nestabilna, što je posledica nestabilne granične efikasnosti investicija usled promena u preduzetništvu; potrebna je stoga, kratkoročna ekonomska stabilizacija pomoću fiskalne politike, pri čemu je proces uravnoteženja vrlo dug, i
9. Alokacioni faktor je veoma važan za kratkoročno delovanje na nacionalni dohodak, a različiti motivi rashoda su odlučujući za kratkoročno delovanje na dohodak te se, stoga, operiše velikim ekonometrijskim modelima.

Svrha ovog katalogiziranja kejnzijanskog sistema, čije su postavke eksplicirane u sklopu oponentne diskusije i kontroverze monetarista i fiskalista, ogleda se u potrebi za paralelnom prezentacijom monetarizma i fiskalizma na istovetan način. Pored toga, naš cilj u ovom radu nije da učinimo sintezu monetarizma i fiskalizma već da reinterpretiramo monetarizam i fiskalizam onakav kakav jeste i onako kako ga glavni protagonisti u svojim radovima predstavljaju, s jedne strane, te da istražimo konvergirajuće i divergirajuće stavove u kejnzijanskoj i monetarističkoj teoriji,[63] s druge strane. U tom kontekstu, valja podvući razlike između monetarizma i kejnzijanstva u Mayerovim rezonancama. Kvantitativna teorija je, po Mayeru, jednostavnija od kejnzijanske, jer operiše manjim brojem varijabila u okviru tzv. redukovanih modela. Fridmanova empirijski proverena tesna veza

---

[62] U uslovima apsolutne preferencije likvidnosti čak i promene u brzini opticaja novca kompenziraju u potpunosti promene u količini novca u opticaju.

[63]. J. Valier, Une Critique de Economie politique, F. Maspero, Paris, 1982., R. Courbis, Competitivite et Croissance en économie concurencee, tom I i II, Dunod, Paris, 1975. i L. Stoleru, L'équilibre et la croissance économique, Pai¯is, 1971.

između promena novca, i promena nominalnog dohotka uprošćava "komplikovani" transmisioni proces.[64] Davanjem centralnog mesta opštem nivou cena u odnosu na cene u pojedinim sektorima i prednosti malim, u odnosu na velike modele, monetaristi pojednostavljuju makroekonomiju. Smatranjem privrednog sektora stabilnim, monetaristi oslobađaju ekonomiste potrebe da vode sada računa o fluktuacijama podsticaja za trošenje i potrebe za analizu potrošnje i investicija, i poznavanja teorija privrednih ciklusa. Upotrebom ukupne rezerve (a ne kombinacije kratkoročnih kamatnih stopa) i stabilne stope monetarnog rasta, uprošćava se analiza i sprovođenje monetarne politike. Uvođenjem realne Filipsove krive u analizu monetaristi vešto izbegavaju teško pitanje izbora između nezaposlenosti i inflacije.[65]

Međutim, pored divergirajućih stavova monetarista i nemonetarista, u višegodišnjoj oštro polarizovanoj debati o kontroverznim teorijskim i empiričkim pitanjima iskristalisale su se konvergentne tendencije monetarističkih i kejnzijanskih teza, koje smo, u Nivolletovom stilu, prezentovali u šematizovanom obliku.

Borba protiv inflacije u savremenom svetu postala je ključni kriterijum diferenciranja između različitih koncepcija ekonomske politike kejnzijanaca, monetarista i strukturalista,[66] iako je tzv. kejnzijanizam već dva puta prevaziđen: prvi put monetarizmom, drugi teorijom "Supply-side Economics", koji je, opet, u trećem krugu ili "prevazišao" monetarizam ili se, pak, sa njim integrisao.[67]

Poslednji bastion kejnzijanstva srušen je u SAD i V. Britaniji izuzev Francuske, Španije, Grčke, i, donekle, Nemačke i Japana, a njegov teorijski rival - monetarizam - provizorni pobednik 1979/80. god. faktički se pretočio u tzv. praktični monetarizam,[68] mada je već 70-tih godina monetarizam zauzeo značajno mesto u javnoj debati. U aktuelnom trenutku, monetarizam je postao centralni problem makroekonomije.[69]

---

[64] M. Friedman i A. Schwartz, Money and Business cycles, Review of Economics and Statistics, februar 1963, str. 59.

[65] K. Brunner, Commentary of the State of the Monetary Debate, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, septembar 1973, str. 14. iI Assumptions and the Cognitive Quality of Theories, Shintese, Vol. 20, 1969, str. 501-525, K. Brunneri A. Meltzer, Some General Features of the Federale Reserves Approach to Policy, U.S. Congress, House, Committee on Banking and Currency, Subcommittee on Domestic Finance, 88th Congress, 2nd Session, Washington, 1964. i C. Gordon. Riddles in History, N. York, 1974, str. 156.

[66] J. Huston, McCullon, Money and Inflation, A. Monetarist Approach. Academic Press, N. York, 1982, str. 63-65.

[67] R. C. Fair, An Analisis of the Economy of four Macroeconometric Models, Journal of Political Economy, avgust 1979. i M.H. Peston, Whatever Happened to Macroekonomies?, Manchester University Press, Manchester, 1980.

[68] Budžetaristička filozofija je, po Friedmanu, pala na ispitu (M. Friedman i W.W. Heller, Politique monètaire on fiscale? Mame, Paris, 1969

[69] P. Samuelson The Role of Money in National Economic Policy, u „Controling Monetary Aggregates", Federal Reserve Bank of Boston, Boston, 1969, str. 7 i Les fondaments de l'analyse économique, Dunod, Paris, 1971.

KONVERGENCIJA MONETARISTIČKIH I KEJNZIJANSKIH TEZA

Teme teze	Funkcije potrošnje	Tražnja novca	Transmisioni mehanizam	Instrumenti ekonomske politike
Monetaristi	Nestabilna u funkciji tekućeg dohotka	Stabilna u funkciji permanentnog dohotka	Neeksplikovan: ili efekat novca ili efekat imovine	Monetarni agregati
	Zavisna od imovine, permanentnog dohotka i realnog novca	Slaba elastičnost tražnje novca u odnosu na kamatnu stopu		
		Rezultat arbitraže između aktiva		
Kejnzijanci	Stabilna u funkciji tekućeg dohotka	Rezultat raspodele štednje	Kamatna stopa	Kamatna stopa
		Jaka elastičnost tražnje novca u odnosu na kamatnu stopu		
		Nestabilnost brzine opticaja		
Savremeni pristupi	Potrošnja i tražnja novca su determinisane u šemi alokacije aktiva koje zavise od stope randmana svake aktive		Efekat imovine vezan sa modifikacijama stopa randmana od različitih aktiva	
Modelski pristupi	Potrošnja zavisi od permanentnog dohotka	Solidira se od likvidnosti i obveznica ili likvidnosti	Kamatna stopa Efekat novca	Instrumentalne varijable
	Efekti novca su uključeni. Imovina, kada se pojavi, nije relevantna u funkciji modifikacije kamatnih stopa			

Izvor: B. Nivollet, Les modèles macro-économiques français contre le monetarisme, Cahièrs de récherche de l 'Ecole nationale superière de l 'enseigment technique, 1981, st. 18-36.

Kejnzijanska politika ili diskreciona ekonomska politika - oslanjajući se na fiskalnu politiku u suprotstavljanju fluktuacijama u nivou cena, zaposlenosti i nacionalnog dohotka - ustupila je, dakle, mesto monetarističkoj ekonomskoj politici shodno višegodišnjoj težnji Fridmana da rehabilituje ulogu novca.[70] Pojedini su protagonisti kejnzijanizma išli toliko daleko da su tvrdili da je monetarna politika neefikasna i u uslovima pune zaposlenosti i inflacije, budući da je investiciona tražnja neelastična u odnosu na kamatnu stopu. Na osnovu toga, oni su čak tvrdili da je i efekat istiskivanja nemoguć. Supstancu doskorašnjeg kejnzijanskog intervencionizma činila je ekspanzivna fiskalna politika, tj. kombinovana politika redukcije poreza i povećanja javnih rashoda. No, u sadašnjim stagflacionim ekonomijama hipoteza o nedovoljnom nivou agregatne potrošnje nije tačna, kao što je netačna i hipoteza da je nedovoljna tražnja uzrok nezaposlenosti. Čak i u transformisanoj Phillipsovoj krivoj empirijski podaci pokazuju da je za redukciju nezaposlenosti potrebno platiti daleko veću cenu u povećanju inflacije.[71]

Laidler je, stoga, istakao da su pedesete i šezdesete godine bile godine pogrešne kratkoročne makroekonomske postkejnzijanske teorije vezane za Hicks-Hansenov analitički okvir, koji polazi od šeme IS-LM i kome je cilj determinisanje nivoa dohotka i zaposlenosti. Ovaj pristup se mogao koristiti samo za analizu uzroka depresije i načina njihovog otklanjanja, ali ne i za rešavanje problema inflacije.[72] Savremeni pristup ne postavija više težište na inflaciju nadnica, nego na inflaciju cena. Uz to, monetarističke analize inflacije povezane su i sa tezama "nove mikroekonomike".[73] Međutim, izvesni eminentni kejnzijanci, kao što su Tobin u SAD i Kaldor u V. Britaniji, potvrđuju da nova doktrina počiva na prostom krugu reči: monetarizam je istina, samo ako je monetarizam istina. Stoga, Tobin monetarističku školu i novu klasičnu školu naziva monetarizmom I i monetarizmom II, iako smatra da, u osnovi, one i ne čine dve različite škole. Leontief, pak, odbacujući Reaganov monetaristički pristup ekonomskoj politici, teoretske konstrakcije Filipsove i Lafferove krive, teoreme o racionalnom očekivanju i kejnzijanske poglede, nastoji da politiku kombinacije monetarnih i fiskalnih mera dopuni politikom dohotka[74] i sintezom tržišta i planiranja na bazi socijalnog sporazuma radnika, poslodavaca i vlade.

Leijnhufvud,[75] međutim, ističe da se danas u odnosu na Kejnza i kejnzijance mogu uočiti dve struje: "revolucionarna ortodoksija" i "neoklasična obnova", koje se, i pored značajnih razlika, uveliko slažu da je Kejnzova "opšta teo-

---

[70] Thierry Naudin, L' évolution de la politique monètaire americaine, l' Agence économique et financière, novembar, 1988.
[71] M. Feldstein, The Retreat from Keynesian Economics, The Public Interest, 64/81.
[72] D.E.W. Laidler, Essays on Money and Inflation, University of Chicago, Press, Chicago, 1975.
[73] K. Brunner and A H. Meltzer (Red.), Stabilization of Domestic and International Economy, Nord-Holland, Amsterdam, 1977.
[74] R. G. Lipsey i J.M. Parkin, Income Policy: A Re-Appraisal, Economica, april 1970. i J.C. Koeune, J.L. Kruseman i P. Mandy, La politique des revenus a une politique de repertion, Louvahi, Paris, 1967.
[75] A. Leijonhufvud, Information and Coordination, Oxford University Press, Oxfrod,1981.

rija" samo "posebni slučaj" klasične teorije, i da je Kejnzova makroekonomska teorija rezultat restriktivnih pretpostavki. A pošto odbacuje ocenu diskusije Kejnz -klasici, Leijonhufvud pokušava da uspostavi vezu između neovalrasijanske mikroekonomije i kejnzijanske makroekonomije, koju je sasvim moguće uspostaviti posredstvom tzv. "3 teorije", po kojoj samo na nivou pune zaposlenosti postoji pritisak u smislu korigovanja "neprirodne kamatne stope" i samo na "prirodnom nivou" kamatne stope moguće je i nezaposlenost dovesti na prirodni nivo.

Analizirajući razvoj makroekonomske teorije preko razvoja teorije kamate, Leijonhufvud ističe da je princip štednja-investicije dominirao sve dok Friedman nije oživeo kvantitativnu teoriju novca. Stoga je i razlika između kejnzijanaca i monetarista isključivo u oceni da li kamatna stopa može da koordinira štednju i investicije, a time i nivo privredne aktivnosti. Ovu svoju "3 teoriju", koja povezuje kejnzijansku koncepciju pune zaposlenosti i monetarističku koncepciju kamatne stope, Leijonhufvud objašnjava pomoću tzv. modela A (štednja – investicije) i tzv. modela T (ponuda novca - tražnja novca). U modelu A, pad investicija, koji stvara višak ponude robe, dovodi do poremećaja. U modelu T, smanjenje ponude novca uslovljava višak tražnje za novcem, te izaziva iste poremećaje. U stvari, model povezuje dve koncepcije preko kamatne stope i reflektuje preplitanje realnih i novčanih fenomena. Tzv. "3 teorija" predstavlja, dakle, pokušaj neoklasične sinteze u Samuelsonovom smislu i zasniva se na Wicksellovoj koncepciji razlike prirodne i tržišne kamatne stope, koja na taj način postaje ključna za stabilizaciju. U tom smislu, Leijonhufvud se približava monetaristima, jer pobija zanemarivanje monetarne politike i odbacuje kejnzijansko isključivo opredeljenje za fiskalnu politiku. Pogrešno je, međutim, flskalnu politiku smatrati neefikasnim instrumentom makroekonomske politike. Pre se može smatrati da je fiskalna politika bila pogrešno usmeravana. I, doista, fiskalna politika je bila pogrešno usmerena, a kada je smer i bio pravilan, doza je bila ili suviše jaka (kao u 1973. god.) ili suviše slaba kao i u 1975. god.[76]

Tobin i Malinvaud,[77] sledeći neokejnzijanska shvatanja, istakli su da se osnovni uzrok opadanja proizvodnje, produktivnosti i zaposlenosti, stagflacije nalazi u smanjenoj privlačnosti ulaganja. Elokventni Tobin,[78] kao teoretičar novca, konjunkture, proizvodnje, zaposlenosti, cena, finansijskog tržitša i transmisionog mehanizma, razara slabe tačke monetarizma, tj. tezu o inherentnoj stabilnosti privrednog sektora (koji se i posle svakog poremećaja, spolja ili iznutra, sam po sebi, vraća u ravnotežu uz punu zaposlenost), tezu o isključivom monetarnom fenomenu inflacije (čiji su uzroci uvek prekomerno umnožavanje novca) i tezu o striktnoj kontroli rasta novčane mase (koja, kad se ustali, automatski doprinosi

[76] A. S. Blinder, Economic Policy, and the Great Stagflation, Academic Press, N. York, 1979.

[77] The Special Issue on Unemployment, The Review of Economic Studies 159/82 i E. Malinvaud, leçons de théorie microéconomique, Dunod, Paris 1982. i Théorie macroéconomique, Dunod, Paris, 1981. Wiliam Rclin i S. Weintraiub, Economic Stabilization in Developing Countries, Brookings Institutions, Washington, 1981.

[78] J. Tobin, The Monetarism Counter: Revolution-An Appraisal, Economic Journal, mart 1981.

stabilizovanju cena) sa stanovišta katastrofalnih ekonomsko-socijalnih posledica jednostrane monetarističke antiinfalcione politike. Tobin se, stoga, zalaže za formulisanje moderne politike konjukture, koja bi, uz monetarno suzbijanje inflacije i politiku dohotka, razvoj dohotka, uporedo sa ukupnom tražnjom (inflatorno naduvanom), dosledno i sistematski obuzdavala. Suština usklađenog programa ogleda se u istovremenom suzbijanju inflacije i nezaposlenosti i promovisanju rasta.[79]

Desaj i Mekluri, iznoseći suprotna tumačenja poznate debate Srafe i Hajeka o teoriji novca, koja je važna za današnje sporove o novčanoj teoriji između monetarista i kejnzijanaca,[80] smatraju da je Hajek u "Prices and Production" pokušao da objasni poslovne cikluse odstupanjem nominahie kamatne stope od "prirodne" kamatne stope. Nominalna kamatna stopa može da odstupa od prirodne samo ukoliko se količina novca uveća toliko da se poremeti njegova "neutralnost". Po mišijenju Hajeka za takva kretanja su odgovorne banke, jer ako je nominalna kamatna stopa ispod prirodne, dolazi do suvišnih ulaganja koja kasnije mogu da se namire jedino umanjenjem nivoa proizvodnje i zaposlenosti sve dok se ne izjednače prirodna i nominalna kamatna stopa. No, ukolilco se prirodna kamatna stopa izražava u robi a ne u novcu, kako misli Sraffa, utoliko će biti onoliko prirodnih kamatnih stopa, koliko ima robe. A ukoliko pak, ne postoji prirodni nivo kamatnih stopa, neće postojati ni neutralna količina novca, što znači da je Hajekova teorija poslovnih cikiusa, po Sraffi, bila pogrešna. Weintraub,[81] razmatrajući monetarizam sa teorijskog i empiričkog aspekta, ukazuje pak na nejasan koncept novčane mase, nesigurne tvrdnje o brzini opticaja novca, pogrešan stav o odnosu između nivoa novca i nova cena, zanemarivanje odnosa između povećanja nadnica i povećanja cena, promašenost striktne politike novčane mase i pogrešno odbacivanje diskrecione politike emisione banke u okvim međuzavisne svetske privrede u kojoj se avanturistička monetarna politika i politika kamatnih stopa SAD prenosi na druge privrede. Stagflacija i slampflacija su neobična iskustva prouzrokovana doktrinarnim monetarizmom, koji ignoriše implikacije permanentne eskalacije nadnica, politiku dohotka, devizni kurs idr.

U sadašnjim uslovima pogrešno je, dakle, davati prioritet monetarnoj (ili fiskalnoj) politici, jer ukoliko su nominalne nadnice umereno stabilne, monetarna i fiskalna politika se mogu ponovo kombinovati za obnavljanje visokih stopa proizvodnje i zaposlenosti bez opasnosti od nepodnošljive i nepredvidljive inflacije. Ograničeno delovanje monetarne i fiskalne politike u inflatornim uslovima prestaje da postoji u uslovima nedovoljne zaposlenosti, kada je ona očišćena od

[79] J. Williamson, The Failure of World Monetary Reform, 1971-1974., Nelson, London, 1977., J.A. Butlin (Ed.), Economic and Resources Policy, London, Longmanm, 1981. i R. Caves i L. Krause, Britain's Economic Performance. The Brookings Institution, Washington, 1980.
[80] M. Baranzini, Advances in Economic Theory, Basil Blackwell, 1982.
[81] S. Weintraub, Monetarism s Muddles, Kredit und Kapital 4/81, str. 463-493.

inflacije. U tim okolnostima stabilnost nominalnih nadnica predstavlja primarni uslov.[82]

Krajem 60-tih i početkom 70-tih godina ekspanzija monetarizma istovremeno je označavala i definitivan raskid sa kejnzijanizmom. Krajem 70-tih godina raskol u fiskalnoj ekonomiji, odnosno fiskalizmu, otvorio je pozornicu renesansi tzv. "Supply-Side Economics" koja teži totalnoj preorijentaciji ekonomske politike sa tražnje na proizvodnju, pošto se koreni savremene stagflacije ne nalaze u potrošnji, već u ponudi.

Po novim teoretičarima, preporuke monetarista nemaju teorijski fundament niti solidna empirijska rešenja u pogledu makroekonomske politike; dok ekonometrijski modeli kejnzijanske inspiracije zapravo ništa ne govore o poželjnoj monetarnoj politici. No, i novi monetarizam "novog monetarizma", koji se konstituiše oko slogana anticipiranih racionalnih očekivanja, već reflektuje da je teorija racionalnih anticipacija potpuno statična.[83] Davidson, u tom kontekstu, ističe da je logički protivrečna teza monetarističke teorije racionalnih očekivanja da iznenadni opšti porast inflatornih očekivanja dovodi do odgovarajućeg rasta nominalne kamatne stope, pri čemu realna kamatna stopa ostaje konstantna i može da se uporedi sa nultim inflatornim očekivanjima. Davidson[84] dokazuje da se pri iznenadnom opštem porastu inflacionih očekivanja povećava marginalni prinos kapitala. Trebalo bi zastupnici teorije ekonomije ponude i monetaristi, koji traže logično održivu politiku stimulisanja investicione delatnosti i štednje, da ohrabruju očekivanja većih stopa inflacije i istovremeno podstiču emisione banke da preko operacija na otvorenom tržištu snize kurseve hartija od vrednosti (nominalne kamatne stope). Verzijanove neoldasične ekonomije, koja se predstavlja u ekstremnoj verziji monetarističkih pozicija,[85] inače, trpela bi posledice praktične inoperativnosti.

3. STRUKTURA STRUKTURALIZMA

Oživljavanje neoliberalizma, narastanje monetarizma i kriza države blagostanja doveli su do pojave svojevrsne sinteze neokejnzijanske doktrine i monetarističke paradigme u tzv. strukturalizam (i nove industrijske države) čije liberalitičko-konzervativne mere odgovaraju kapitalu i kapital-odnosu.[86]

---

[82] A. Cairneross, The Relationship Between Fiscal and Monetary Policy, Banca Nationale del Lavoro, Quarterly Review, decembar 1981, str. 375-393.

[83] B. Nivollet, Les modèles macro-économiques francais contre le monetarisme? Cahièrs de recherche de l'Ecole Nationale superieure de l'enseigment technique, 1981.

[84] R Davidson, A Critical Analysis of Monetarist - Rational Expectation - Supplay - Side (Incentive) Economics Approacs to Accumulation During a period of Inflationary Expectations, Kredit und kapital 4/81, str. 496-503.

[85] J. P. Fitoussi, Politique monétaire et regulation de l'activité économique, Komunikacija na Kolokvijumu „Les experiences monetaristes", Aix-en-Provene, 1981.

[86] Neokonzervativizam, neoliberalizam i neoinstitucionalizam inklinišu svojevrsnoj sintezi monetarizma i fiskalizma (Dr S. Komazec, Monetarna i finansijska ekonomija „Štampa". Šibenik. 1981,str. 162-163).

Teorija tzv. ekonomije ponude, po svojim konstitutivnim elementima, bliža je monetarističkoj teoriji nego kejnzijanskoj teoriji, mada inkorporiše i određene fiskalističke elemente.[87] Teorija "Supply-Side Economics"-a javlja se kao reakcija na tradicionalnu makroekonomsku politiku naslonjenu na tražnju. Razočaranost u dilemu teoretičara tražnje: manje inflacije - više nezaposlenosti (monetaristi) ili manje nezaposlenosti - više inflacije (kejnzijanci) doprinela je ubrzanom vaskrsavanju teorije ponude i eksponiranju strukturalista.

U uslovima stagflacionih trendova, strukturne promene destinisane povećanju realne ponude su potrebnije od prostog redukovanja tražnje. Stimulisanje rada, štednje i investicija (politikom poreske redukcije), poboljšanje efikasnosti privređivanja i alokacije resursa (ukidanjem subvencija, kresanjem socijalnih rashoda i stopiranjem rasta nadnica), forsiranje teliničko-tehnološkog progresa i formiranje kadrova nalaze svoje ishodište u povećanju robnih fondova.[88]

Strukturalisti se, u načelu, slažu sa monetaristima da je inflacija urgentan zadatak ekonomske politike (ali ne i prioritetan). Ali, sa monetaristima se ne saglašavaju, u pogledu tretiranja inflacije kao monetarnog fenomena. Strukturalisti smatraju monetarističko shvatanje inflacije jednostranim. Iz tih razloga, teoretičari ekonomije ponude se suprotstavljaju primeni ortodoksnih mera preoštrih monetarnih i fiskalnih stega, jer se na taj način produbljuje recesija i blokira privredni rast. Protiv inflacije valja se boriti povećanjem robne ponude, a ne smanjenjem novčane mase u opticaju (monetaristi) i povećanjem poreza i smanjenjem javnih rashoda (kejnzijanci).

Teorija ponude bazirana na mikroekonomskom pristupu plendira na porast profita, štednje i investicija (u uslovima eliminisanja nekontrolisane socijalizacije dohotka i naturene državne regulative), i na smanjenje nezaposlenosti metodom rasta proizvodnje.

U slučaju poreza, ekonomisti ponude vide značajan podsticaj proizvodnji, a preko toga i ponude robe na tržištu. Ponuda je ta koja treba da dostigne tražnju na koju se već restriktivno deluje. Sredstva za ostvarivanje politike izlaska iz stagflacije su, prema tome, deregulacija privrede, smanjenje uloge države u regulisanju ekonomskih tokova, oživljavanje inicijative posredstvom tržišta oslobođenog korektura XX veka, potiskivanje uloge sindikata (eliminisanjem kliznih skala i indeksacije), politike redukcije poreza i socijalnih rashoda, politika smanjenja količine novca u opticaju itd. Pri tome, sredstva oslobođena iz državnog budžeta neracionalno usmeravana ostavljala bi se biznisu i potrošačima čiji bi produktivni udari na ponudu izveli privredu iz recesije na stazu ubrzanog i stabilnog rasta.

---

[87] K. P. Jameson i J. Philips, Supply-Side Economics, Economic Forum 12/81. str. 81-88., S. Tliore, Supply-Side Programming - A Survey. The Institute for Constructive Capitalisme, Austin. 1981. str. 3-21."

[88] X. Zolotas, Economic Growth and Declining Social Welfaire, New York University Press. N. York., 1982., S. Wolfson, Public Finance and Development Strategy. The John Hopkins University Press, Baltimore - London, 1979., E. Rossier, Economie Structurele, Economica, Paris. 1980.

Samo u kratkom roku treba osigurati realne preduslove za ekonomski rast otklanjanjem instalisanih inflatornih poremećaja, a u dugom roku treba tržiti povećanju proizvodnje i smanjenju nezaposlenosti. Restriktivna monetarna politika, u tom sklopu, imala bi za cilj samo da obori stopu inflacije. Monetarna stega (određujući rastući trend kamatnih stopa) mora dati očekivane rezultate na planu deceleracije stope rasta opšteg nivoa cena, čak i uz relativno visoku cenu recesije. Jer, jedino recesiono prečišćavanje može razbiti rigidnost nadnica nadole i izmeniti funkcionisanje tržišta rada.

Redukcija poreza treba da smanji troškove proizvodnje i da, na taj način, sapne troškovnu inflaciju. I tek onda kada se redukuje inflacija treba smanjiti kamatne stope i stvoriti realne uslove ekonomskom rastu, jer se tek u drugoj fazi pokretačke snage nalaze u stimulama na strani ponude. Indukovani porast nacionalnog dohotka metodom poreske redukcije u drugoj fazi obezbeđuje dodatni priliv fiskalnih prihoda za ekvilibriranje budžeta u narednom periodu (naravno, uz simultanu redukciju javnih rashoda u prethodnom periodu).

Fiskalna relaksacija, dakle, reprezentuje okosnicu strategije supply-side ekonomije, odnosno stimulativni doping rada, štednje i investicija u promovisanju rasta ponude.

Na osnovu hipoteza supply-side ekonomike, struktura tzv. Strakturalizma komponuju sledeće postavke:[89]

1. novac je jednako vredni oblik aktive, a kamata je cena kapitala,
2. ponuda novca je egzogena promenljiva i nezavisna od tražnje novca,
3. tražnja realne količine novca je stabilna funkcija,
4. realni faktori određuju stope rasta realnog nacionalnog dohotka,
5. privredni sektor je inherentao stabilan,
6. cene su perfektno fleksibilne, a agregatni nivo cena menja se samo u kratkom roku,
7. alokacioni faktori su značajni, kao i zbivanja u pojedinačnim sektorima i mikroekonomski kriterijumi efikasnosti,
8. promene u količini novca u opticaju neposredno utiču na rashode i prihode,
9. nivo proizvodnje i zaposlenosti su mikroekonomski određeni,
10. redukcija kamatnih stopa je u funkciji rasta investicija,
11. prioritet se daje ponudi u odnosu na tražnju,
12. program redukcije poreza i javnih rashoda je u funkciji rasta proizvodnje,
13. inflacija ima prioritet u odnosu na nezaposlenost, samo u kratkom roku,
14. neinflatoran ekonomski rast je dugoročni cilj, i
15. fiksiranje stope razmene i stabliranje zlatne podloge je novi cilj kome treba težiti.

---

[89] Dr S.Komazec, dr Ž. Ristić i dr J. Kovač, Alternativine makroekomomske politike, ABC Glas, Beograd, 1993.

Evidentno je, prema tome, da struktura "strukturalizma" reprezentuje skup monetarističkih i fiskalističkih postavki na koji je nakalemljen novi skup postavki i hipoteza teoretičara ekonomije ponude.

"Moderni" konzervativizam počinje kao rezultat kritike socijalne države "New Deal", Džonsonove "Great Society" i Niksonovog "imperijalnog predsednikovanja" i račva se u dva pravca:[90] Struja novog federalizma, koja se bori za veća prava federalnih jedinica, i struja "novog voluntarizma", koja se zalaže za veća prava nekaritativnih organizacija uz sve veće distanciranje tzv. nove desnice od neokonzervativizma. Teoretičari konzervativne provenijencije, koji, zadržavajući se na tzv. ponudom usmerenoj privrednoj filozofiji ("Supply-side Economics") koja posle 40-godina važeće privredne filozofije moderne intervencionističke države i kejnzijanske ekonomske teorije, zauzimaju sve značajnije mesto u kreiranju ekonomske politike SAD. Supply-side-isti žele da svojim programima rezanja poreza pomognu one slojeve stanovništva koji važe kao posebno produktivni i čija produktivnost kroz poreske olakšice može još brže da raste.

[90] Zbornik radova: Konservativismus, Eine Gefahr fur die Freiheit? Piper und Co., Verlag Munchen, 1983.

GLAVA DRUGA

MONETARNA I FISKALNA MAKROEKONOMIJA

1. GLOBALNI MONETARIZAM

Globalni monetarizam je počeo da se razvija krajem 60-tih godina na trasi ekonomskih specijalista za međunarodnu ekonomiju (R. A. Mundell, N. G. Johnson i A. K. Swoboda)[91] koji su analizirali inflaciju u svetskoj perspektivi u okviru sistema fiksne razmene. Ova varijanta monetarizma, u osnovi, implikuje dve fundamentalne teze. Prvo, svetska ekonomija je postala relativno integrisana sa stanovišta tržišta robe i tržišta kapitala, i kooordinisana sa stanovišta cena. Drugo, režim fiksne stope razmene funkcionisao je kao međunarodni ekvivalenat zajedničke devize, pri čemu je stopa svetske inflacije determinisana stopa rasta svetske monetarne mase.

Globalni monetarizam Mundella i Johnsona zalaže se za razumevanje inflacije u svetskoj perspektivi jednog fiksiranog sistema razmene, što je suprotno modelu zatvorene ekonomije fridmanovskog tipa, pošto kauzalnost u analizi globalnog monetarizma funkcioniše u obrnutom smeru (svetska inflacija utiče prvobitno na nominalni dohodak, a potom na monetarnu masu). Verzija globalnog monetarizma pledira za fleksibilnost razmene i nacionalnu zavisnost u monetarnoj politici.

U tom sklopu, teorija inflacije imala je tendenciju da posmatra inflaciju u unutrašnjoj perspektivi, a svetsku inflaciju kao nezavisnu, nacionalnu inflacionu rezultantu. U manjim ekonomijama, otvorenim, u režimu fiksne razmene, do 1972/73. god., unutrašnja stopa inflacije je bila egzogena varijabla determinisana stopom svetske inflacije, dok je unutrašnja novčana masa odgovarala varijacijama nominalnog nacionalnog dohotka, kao endogena. U optici međunarodnog monetarizma, relacija kauzaliteta između novca i dohotka je različita od ekspozicije Fridmana. Analiza globalnog monetarizma operiše sa ovom relacijom kauzaliteta u obrnutom smislu: svetska inflacija utiče, prvo, na nominalni nacionalni dohodak, kao endogena. U suštini međunarodnog monetarizma, relacija kauzaliteta između novca i dohotka je različita od ekspozicije Fridmana. Analiza globalnog

[91] A. K. Swoboda, Monetary Approaches to Worldwide Innflation, u L. B. Krause - W. S. Salant (Ed.), Worldwide Inflation, Brookings Institution, Washington, 1977., S. Weintraub, Monetarisms Mudles, Kredit imd Kapital, 4/81, st. 463-493., R. Mundell. Inflation and Real Interest, Journal of Political Economy, juli 1963, st. 280-283.

monetarizma operiše sa ovom relacijom kauzaliteta u obrnutom smislu: svetska inflacija utiče, prvo, na nominalni nacionalni dohodak, a, zatim, na novčanu masu.

U režimu flontantne razmene, analiza globalnog monetarizma predviđa da će unutrašnja inflacija biti determinisana monetarnim snagama domaćeg porekla. Ovaj pristup fleksibilnoj stopi razmene predstavlja uslov za kontrolu unutrašnje inflacije posredstvom upravljanja unutrašnjom novčanom masom. Slobodna fluktuacija stope razmene daje mogućnost monetarnim autoritetima da čine divergenciju stope unutrašnje inflacije od inflacionističkih tendencija u ostatku sveta, jer unutrašnja inflacija nije parametar determinisan egzogeno. Ekspanzivna politika novčane mase, u jednoj zemlji, koja je mnogo brža u poređenju sa drugim zemljama sveta, ubrzava stopu inflacije brže od ostalih zemalja.

Monetarna dejstva većih razmera i pravila monetarne politike, koja se izvode iz monetarne teorije platnog bilansa i teorije pariteta kupovne moći, ne verifikuju teoriju pariteta kupovne moći u odnosu evropskih valuta prema dolaru, s obzirom da promene deviznih kurseva nisu "nezavisne" (G. Cassel).[92] "Generalno posmatrano, važi monetarni pristup teoriji platnog bilansa i postoji direktan međunarodni uzajamni odnos kamatnih stopa. Zemlje sa uporedivno niskim nivoom kamatnih stopa i relativno niskom stopom inflacije postaju u dvostrukom pogledu zemlje izvoznice kapitala: kao privilegovane zemlje poverioci za strane zajmotražioce i težnjom domaćih ulagača da svoja sredstva plasiraju u zemlje sa relativno visokim nivoom nominalnih kamatnih stopa. Pri tome su od posebnog značaja procene posledica poslovne politike banaka koje rezultiraju iz supstitucije rizika deviznog kursa rizikom promene kamatnih stopa.

Razmatranje alternativnih opcija monetarne politike i uvođenje regresivnih očekivanja (koja se pojačavaju inflatornim kretanjima) u modelu[93] ravnoteže otvorene privrede sa fleksibilnim deviznim kursevima i inflacijom, i sa četiri pasivna monetarna pravila, koja se kombinuju sa aktivnom politikom intervencije zasnovane na dinamičkom paritetu kupovne moći, dovodi do povećanja monetarne ekspanzije, koja dovodi do neproporcionalnog povećanja domaće stope inflacije. Povećanje utvrđene stope devalvacije i, ekvivalentno tome, stope nominalne kamate u sistemu, u kome je devalvacija stabilizovana, implikuje ubrzanje domaće proizvodnje, monetarne ekspanzije i domaće inflacije.

Globalni monetarizam (global monetarism) predstavlja ekspanziju monetarizma a la Fridman u međunarodnim razmenama (R. McKinnon). "Economy substitution", kao cijagnoza situacije, i "global monetarism", kao terapija,[94] međutim ne daju odgovor na pitanje da li precenjen dolar i suviše visoke međunarodne

---

[92] W. D. Becker, Einigeauswirlumeenderwitorungspolitikauf den finanziellen sektor, Kreditund Kapital 1/82. st. 47-62.

[93] J. S. Blandari - S. J. Turnovsky. Alternative Monetary Polices in an inflationary equilibrium model of the open Economy, Weltwrrtschaftliches Archiv 1/82, st. 1-16.

[94] J. A. Frenkel i H. G. Johnson, The Monetary Approach to the Balance of Payments, Allen and Unwin, London, 1976.. R. Dornbush. Open Economy Macroeconomics, Basic Books, N. York, 1980. i M. Mussa, A Model of Exchange Rate Dynamics, Journal of Political Economy, februar 1982. st. 74-104.

kamate prete da pregaze ekonomiju zemalja u razvoju sa retroaktivnim udarom na privrede razvijenih zemalja. Pogrešno je, stoga, tvrdi McKinnon, što i monetaristi i kejnzijanci ignorišu uticaj međunarodne ekonomije na unutrašnju ekonomiju. Na planu ekonomske politike monetaristička i kejnzijanska škola formulišu ciljeve u terminima stope rasta monetarnih agregata (monetaristi) ili u terminima kamatne stope (kejnizijanci). A ono što se događa sa punudom novca ili kamatnom stopom u drugim zemljama nije bez posledica na vođenje ekonomske, odnosno monetarne politike.

Jedan od bazičnih postulata na kojima počiva fridmanovski monetarizam jeste da je potražnja za nacionalnom valutom stabilna. Ovaj tip monetarizma, dakle, ne uzima u obzir međusobnu zamenljivost nacionalnih valuta deset najvećih industrijskih zemalja. Međutim, zamenljivost ovih valuta na međunarodnom nivou destabilizuje potražnju za pojedinim nacionalnim valutarna i ovu tražnju čini osetljivom na očekivane promene u kursu razmene. Potvrda ove Mc Kinnonove tvrdnje je da godišnja variranja ponude novca ne objašnjavaju kretanja inflacije u pojedinim zemljama. Usled toga, monetarističke koncepcije, onakve kakve jesu, nemaju nikakvog značaja, jer, umesto da razaraju inflaciju, one rizikuju da izazovu samo uspone i padove u ekonomskoj aktivnosti već prema tome kako se kreće potražnja za novcem. No, ako je tražnja za internacionalnom valutom vrlo stabilna, onda je tražnja za nacionalnom valutom nestabilna. Na tome se, dakle, zasniva globalni monetarizam, budući da kretanje ponude svetskog novca objašnjava inflacione eksplozije 70-tih godina i recesiju sa početka 80-tih godina. Kretanje ponude svetske valute od početka 70-tih godina objašnjava dinamiku prihoda i cena u SAD mnogo bolje nego unutrašnji tokovi (McKimion). Razvoj događaja u SAD, promena ekonomske politike i politike "tour court" u poslednje tri godine odredila su očekivana kretanja vrednosti dolara koja su kasnije dovela do pomeranja svetske tražnje za novcem prema dolaru. Prisustvo brojne restriktivne monetarne politike podstaklo je kamatne stope do neuobičajenog nivoa, hraneći tako kasnije očekivanja revalorizacije dolara, a, time, i nova pomeranja tražnje za novcem. Potrebna je, prema tome koordinacija monetarnih politika na međunarodnom nivou, kao jedan od uslova za smanjenje međunarodnih kamata i ublažavanje problema dugova zemalja u razvoju. Suprotno od onoga što tvrde monetaristi, Fed bi trebalo da podstakne monetarnu ekspanziju, dok bi ostale industrijski razvijene zemlje bile prinuđene da održavaju umerene stope rasta novčane mase.

2. BUDŽETSKI MONETARIZAM

Budžetski monetarizam Brunnera i Meltzera prebacuje Fridmanu da je u makroekonomskoj analizi zanemario budžetske varijabile, pogotovu što je imperativno afirmisati politiku limitiranja budžetskog deficita, ukoliko se želi da se zadrži rast novčane mase.

Ova varijanta monetarizma podrazumeva, u stvari, teorijski model cena i teži da otkrije interakcije između tržišta aktiva, tržišta proizvoda i budžetskog deficita. Brunner-Meltzerova analiza budžetskog monetarizma[95] bazira se na aplikaciji teorije cena u makroekonomskoj analizi, pošto fridmanovski monetarizam nije pridavao nikakvu formalnu ulogu relativnim cenama u procesu makroekonomskih usklađivanja i pošto je Fridman ignorisao efekte varijacija javnih rashoda i fiskalnih prihoda u makroekonomskoj analizi (odnosno fiskalne i budžetske varijabile)[96] Protagonisti budžetskog monetarizma odbacuju ideju "samo novac je važan", budući da u njihovoj analizi budžetski deficit ima uticaj na nivo proizvodnje i cena. Osim toga, struktura budžetskog deficita određuje poziciju Filipsove krive na kratak rok. Relacija inflacija - nezaposlenost je izražajnija, kada se deficit finansira novcem, a trajnija, kada se finansira drugom (M. Fratiani). U optici budžetskog monetarizma, novčana masa je determinisana u procesu budžetskog deficita, a budžetski deficit nije indiferentan u borbi protiv inflacije. Rast javnog deficita, u principu alimentira inflaciju. Međutim, pristalice budžetskog monetarizma se slažu sa Fridmanom, kada kaže daje inflacija, uglavnom, monetarni fenomen, ali dodaju daje limitiranjebudžetskog deficita neophodno. To je potvrdio i Minford u okviru Liverpulskog makroekonomskog modela.[97]

Višegodišnje praktikovana fiskalna sthnulacija privredne aktivnosti u SAD, Zapadnoj Nemačkoj i Japanu (period 1975-79. god.) vodila je smanjivanju oporezivanja i povećanju budžetskih rashoda u funkciji generisanja agregatne tražnje i pokretanja privredne aktivnosti iz recesionog stanja.[98] Smatralo se, naime, da potrošači generišu recesiju na taj način što su smanjivali potrošnju u odnosu na formiranje dohotka i time povećali štednju, koja nije mogla biti, u uslovima neizvesnosti u recesionisanoj privredi, prebačena u tokove finansiranja investicija u cilju povećanja proizvodnje i zaposlenosti. Aktiviranje stimulativnih fiskalnih programa u pravcu oživljavanja konjukture i ublažavanja nezaposlenosti imalo je svoj raison d'etre u kratkom roku u uslovima postojanja neiskorišćenih kapaciteta.[99] Dakako, u dugom roku stimulativni fiskalni programi koji vode povećanju obima deficitarnog finansiranja države, u krajnjoj liniji, deluju na smanjivanje akumulativne i reproduktivne sposobnosti privrede i na povećanje stope inflacije.

---

[95] K. Brunner- A. N. Meltzer, Money, Debt and Economic Activity, Journal of Political Economy. Vol. 80, 1972. i An Aggregative Theory for an Closed Economy, u J. L. Stein (Ed.), Monetarism, North Holland, Amsterdam, 1976. st. 80-103.

[96] K. Brunnier - A. H. Meltzer, Friedman's Monetarz Theory, Journal of Political Economy, juni 1972. st. 842.

[97] P. Minford, Monetarism, Inflation and Economic, Policy, Liverpool Occasional Papers, 1/80.

[98] Dr. M. Ćirović, Privredna kretanja i stabilizaciona politika, Jugoslovensko bankarstvo, novembar 1974. god. i Novac i stabilizacija, Savremena administracija, Beograd, 1982. god. st. 26 i 27.

[99] K. Brunncr (Ed.), Keynesian Policies, the Drift into Permanent Deficits and the Growtli of Government, Journal of Monetary Economics, avgust 1978, st. 567-636, B. Hilier, Does Fiscal Policy Matter Public Finance, juni 1977, ct. 374-389. i S. J. Turnovsky, Macroecnomic Analysis, Cambridge University Press, Cambridge, 1977.

Koncepcija koja kritički istupa u odnosu na korišćenje deficitarnog budžetskog finansiranja kao sredstva za oživljavanje privredne aktivnosti polazi od uopštavanja istorijskih iskustava primenom tzv. ekspanzivne fiskalne politike. Po ovoj tezi, politika povećanja budžetskih rashoda bez odgovarajućeg povećanja budžetskih prihoda, preko stvaranja finansijskih deficita javnog sektora, deluje na kratki rok u pravcu akceleracije stope rasta realnog društvenog proizvoda u uslovima recesije i u pravcu jačanja reproduktivne sposobnosti privrede. No, ukoliko se fiskalni deficiti ne poništavaju budžetskim suficitima, onda sistem deficitarnog finansiranja deluje asimetrično u smislu kreiranja finansijskih deficita države koji zahtevaju pokriće u emisiji novog kvantuma novca sa udarom na selektivne kredite i kredite za likvidnost. A ukoliko se u politici budžetskog pokrića pribegava učešću države na tržištu kapitala, utoliko se redukuje obim sredstava akumulacije za finansiranje investicija. Problem je utoliko teži, ukoliko se simultano javlja rast dodatne tražnje privrednih subjekata i države za akumulacijom na tržištu kapitala u odnosu na tekući priliv akumulacionih potencijala na tržištu kapitala, jer dolazi do porasta kamatnih stopa u cilju uravnoteženja ponude i tražnje finansijskih resursa na tržištu. Porast nivoa kamatnih stopa simultano odražava deficit finansijskih sredstava na tržištu kapitala i smanjenje fiksnih investicij a u privredi. U lančanoj reakciji, centralna banka upumpava dodatnu inflatornu količinu novca u funkciji osiguranja ravnoteže između ponude i tražnje finansijskih sredstava i sprečavanja porasta kamatnih stopa na finansijskom tržištu u kratkom roku. U krajnjoj instanci, neminovno dolazi do skoka stope inflacije i do prilagođavanja dugoročnih kamatnih stopa na višem nivou usled ukalkulisavanja stope inflacije u kamatne stope. Zadržavanje normalne stope monetarne ekspanzije od strane centralne banke, nezavisno od stanja na finansijskom tržištu, simultano bi redukovalo inflatorne napetosti i apsorpciju sredstava na tržištu kapitala od strane privrede usled ekspanzivnog deficitarnog finansiranja države, koja potiskuje privredu sa tržišta kapitala. A to je suprotno, logici produbljenog deficitarnog finansiranja budžeta, budući da ne obezbeđuje povišenu stopu privrednog rasta i izvlačenje privrede iz stanja recesije. Jer, smanjivanje investicione tražnje privrede na račun rasta budžetske tražnje države nema neutralne efekte na privredna kretanja, s obzirom na rastuće učešće budžetskih rashoda i fiskalnih prihoda u raspodeli društvenog proizvoda. Iako tzv. programi fiskalnog stimulisanja privredne aktivnosti (u formi ekspanzivne fiskalne politike, odnosno deficitarnog budžetskog finansiranja) mogu doprinositi oživljavanju konjunkture (u uslovima egzsitencije neiskorišćenih kapaciteta) efikasnije od monetarne politike (u uslovima delovanja finansijskog tržišta i postojanja ravnoteže kamatne stope),[100] deficitarno finansiranje države se, ipak, ne može prekinuti u momentu oživljavanja privrede, kada je privrednhn subjektima potreban povećan kvantum akumulacije sa tržišta kapitala. Državni programi javnih rashoda ne mogu se svakodnevno prilagođavati tekućim privrednim kretanjima niti se potreban obim deficitarnog finansiranja države, kao

[100] Dr M. Ćirović, op. cit, st. 68-69.

inicijativni faktor pokretanja ekonomskih tokova, može punktualno predvideti. U tom smislu, monetarna politika ima potencijalno veće mogućnosti za fleksibilno korigovanje u skladu sa tekućim kretanjem konjukture, pogotovu u sistemima u kojima ne egzistira stihijsko finansijsko tržište i tržišno formirana kamatna stopa (jer u takvim sistemima centralna banka može putem ekspanzivne monetarne politike više ne deluje u pravcu ekspanzije proizvodnje).[101] U teorijskim raspravama u pogledu kombinovanja fiskalne i monetarne politike, pristalice fiskalne politike ukazuju da je deficitarno budžetsko finansiranje jedini način da se poveća stopa rasta realnog društvenog proizvoda i ublaži nezaposlenost (bez povećanja stope inflacije, dokle god postoje neiskorišćeni kapaciteti), dok pristalice monetarne politike ukazuju da ekspanzija agregatne tražnje generisane javnom potrošnjom deluje na akceleraciju inflacije u uslovima nedovoljnog korišćenja kapaciteta.[102] Monetaristi, dakle, smatraju da trajno korišćenje budžetskih deficita ne održava povoljnu konjunkturu i da deficitarno finansiranje generiše inflacione trendove. Stoga, insistiraju na održavanju ravnoteže državnih budžeta i na vodenju čvršće monetarne politike.[103] No, i monetaristi i fiskalisti "nisu u pravu", budući da se dinamička privredna ravnoteža jedino može održati simultanim kombinovanjem relativno stabilnog monetarnog rasta i optimalnih proporcija u raspodeli društvenog proizvoda.[104] Time je fiskalna politika, u alternativnim konceptima stabilizacione politike, značajna dopuna monetarnoj politici.[105]

3. GRADUELISTIČKI MONETARIZAM

Graduelistički monetarizam u osnovi je identičan Fridmanovom monetarizmu, budući da je deriviran iz reformulisane kvantitativne teorije novca. U postfridmanovom periodu graduelistički monetarizam je usavršavan i dopunjavan, ali je ostao vrlo blizak fridmanovskom monetarizmu i, stoga, podvrgavan kritici. I, pošto nije uputno ponavljati ranije prezentirani tekst, opredeljujemo se za kritičku analizu.

U novije vreme smatra se da politika monetarnog graduelizma ne može da "odbaci" dobre stabilizacione performanse. Isuviše je dug put sprovođenja takve politike da bi se čvrsto do kraja mogla soprvesti.[106] Stoga se predlaže monetarna restrikcija sa oštrim udarom na promene ponašanja ekonomskih subjekata i na promene očekivanja, iako je politika monetarnili šokova riskantna sa stanovišta

---

[101] Dr M. Ćirović, Novac i stabilizacija, Savremena administracija, Beograd, 1982, st. 69.
[102] Ibidem, st. 69-70.
[103] Ibidem, str. 69.
[104] Dr M. Ćirović, op. cit.
[105] Dr M. Ćirović, Koncepti inflacije i stabilizacione politike, Ekonomist 1-2/67 u Novac i stabilizacija, Savremena administracija, Beograd, 1982, st. 17-18.
[106] Dr M.Ćirović, Novac i stabilizacija, Savremena administracija, Beograd, 1982. st. 115.

involviranja recesionih efekata i njihovog transmitovanja preko platnobilansnih usklađivanja na ostale zemlje.[107]

Suština antiinflacione politike sastoji se u iznalaženju pravog stimulansa za zaustavljanje inflacije. Nova monetarna politika u tu svrhu koristi "glad" kao stimulans. Međutim, takva politika ne može biti efikasna, jer "glad", kao stimulans, nije podesan za zaustavljanje inflacije. Taj stimulans može se jedino ugraditi u društvene odnose uvođenjem planiranja na bazi antiinflacionog stimulisanja poput Lernerovog predloga MAP-a (market antiinflation plan), odnosno TlP-a (tax based-incomes policy).[108]

Pokazalo se, naime, da se preko previsoke emisije novca dolazi neposredno do aktiviranja transmisionog mehanizma inflacije[109] - inflacija troškova, i do depresijacije deviznog kursa, strukturne neravnoteže i deficita, i slabljenja izvoza i efikasnosti privređivanja itd. U tom kontekstu, strategijska monetarna politika reprezentuje determinističku politiku konzistentnu sa graduelističkom strategijom ekonomske politike u programiranom dezinflacionom procesu sa umerenim stopama rasta; dok stohastička monetarna politika, obarajući inflaciju monetarnim šokovima i restriktivnom terapijom, redukuje stopu privrednog rasta i involvira pokret nezaposlenosti.[110] I, dok, kratkoročna monetarna politika deluje samo u kratkim vremenskim horizontima u korektivnom smislu na privredna kretanja, koja odstupaju od programiranih stopa i veličina, strateška monterna politika dobija funkciju planskog ex ante formiranja, monetarnih okvira.[111]

Uobičajeno je, stoga, da se strateškoj monetarnoj politici daju prednosti u odnosu na kratkoročnu monetarnu politiku iz razloga što ona osigurava graduelističko delovanje monetarnih agregata u procesu redukcije inflacije i usklađivanja na fleksibilan način, što omogućava projektovanje monetarnih targeta i eliminisanje oscilatornosti stopa rasta monetarnih agregata i što pomaže savlađivanju anticipiranih inflatornih ciklusa oštrinom monetarnih restrikcija.[112] Međutim, suviše rastegljivo doziranje monetarnih mera i instrumenata sa kratkoročnim šok-terapijama ne udovoljava efikasnom dezinflacioniranju. Stoga se bira srednjoročno orijentisana monetarna antiinflaciona politika sa šokantnom monetarnom terapijom, odnosno monetarnim udarima, koja brzo obara stopu inflacije i sužava inflacione anticipacije, doduše iz involvisane recesije.

---

[107] Ibidem, st. 115-116.

[108] Lemer i D. Colander, Anti-inflation Incentives, Cyclos 1/82, st. 39/50.

[109] Dr M. Ćirović, Problemi antiinflacione politike, u Dr M. Ćirović (Red.), Problemi i metode sprovođenja antiinflacionog programa, Marksistički centar OSK u Beogradu i NIO „Poslovna politika", Beograd, 1983, st. 10.

[110] T. J. Courchene, The Strategy of Graduelism: An Analysis of Bank of Canada Policy from mid-1974 to mid-1977, Howe Research Institute, Montreal, 1977.

[111] Dr M. Ćirović, op. cit. st. 10-11.

[112] D. Laidler, The Demand for Money, Dun-Donnely, N. York, 1977. i Money and Money Income: An Essay on the ."Transmission Mechanism", Journal of Money Economics, april 1978, ct. 151-191.

Monetaristi smatraju da je tražnja novca stabilna funkcija stope rasta output-a, stope inflacije i stope opticaja novca. Na dugi rok, koeficijent opticaja novca je stabilna veličina, dok je stopa rasta output-a determinisana realnim varijabilama. Na kratak rok, varijacije u stopama opticaja novca, anticipirani inflacioni trendovi i varijacije kamatnih stopa deluju na tražnju novca (koja, u dugom roku, izgleda, zavisi isključivo od tekuće i očekivanja više naslanjaju na promene ključnih agregata i parametara monetarne politike nego na inflaciju u tekućem i prošlom periodu. Monetaristi, isto tako, smatraju da se trajnim korišćenjem budžetskog deficita ne može održati povoljna konjunktura,[113] već da takva politika vodi u pravcu jačanja inflacije. Međutim, doajen neoklasičnih američkih ekonomista Solow[114] pokazuje da je ideja konzervativna da inflacija proističe iz budžetskog deficita lažna, jer su federalni budžetski deficiti u društvenom proizvodu u periodu 1972-1979. god. (1,5% u 1972., 0,5% u 1973., 0,8% u 1974., 4,6% u 1975., 3,1% u 1976, 2,4% u 1977, 1,3% u 1978. i 0,6% u 1979.), imali relativno opadajuću tendenciju naspram rastuće inflacije. Čak i kada postoje mogućnosti da flagrantni budžetski deficiti provociraju inflacioni proces, Sollow kao i Klein, tvrdi da je potrebna bolja ravnoteža monetarne i fiskalne politike.[115]

4. INTEGRALNI MONETARIZAM

Sve do pojave i ekspanzije supply-side economica, na tim osnovama, izgrađenog strukturalističkog monetarizma, tzv. integralni monetarizam simultano je reprezentovao i tzv. strukturni monetarizam, koji je, u osnovi, težio da eksplicira struktum monetarizma. No, da bi se izbegao paralelizam između tzv. strukturnog monetarizma i monetarizma ekonomije ponude ili strukturalističkog monetarizma i monetarizma ekonomije ponude ili strukturalističkog monetarizma, termin "strukturni monetarizam" je supstituisan terminom "integralni monetarizam".

Integralni monetarizam, onako kako ga shvataju i izlažu Mayer, Brunner, Cagan, Bronfenbrenner, Frend, Johnson, Laidler i Thomposon, anglobira ključne postavke savremene monetarističke teorije:[116] (a) kvantitativna teorija novca, (b)

---

[113] Dr M. Ćirović, Privredna i monetarna kretanja u svetu, Jugoslovensko bankarstvo, april 1977.

[114] R. M. Solow, AU Siniple Storie About Inflation are Wrong, The Executive 3/80.

[115] D. Patinkin, On the Monetary Economics of Chicagoans and Non-Chicagoans, Southern Economic Journal, januar 1973, st. 454-459. i J. Robinson, Quanity Theories Old and New, Journal of Money. Credit and Banldng, novembar 1970. st. 504-512.

[116] T. Mayer, The Structure of Monetarism, Kredit und Kapital, No. 2 i 3, 1975. st. 190-218 i 296-316; J. Niehans, The Theory of Money, Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1978, D. Laidler, The Demand for Money: Theory and Evidence N. York, 1977., K. Brunner i A. H. Meltzer, On the State of Macroeconomics. Amsterdame, 1980, J. L. Stein, Monetarism, North-Holland, Amsterdam, 1976, P. Minford i dr., Is Monetarism Enough?, The Institut of Economic Affaires, London. 1980., T. Mayer I dr., Money, Banking and the Economy, W. N. Norton, N. York, 1981., M. Desai. Testing, Monetarism, Frances Pinter, London, 1981. i D. Fend, Monetarism and Fiscalism, Banca Nationale del Lavoro Quarterly Review, septembar 1970, st. 3-34.

monetaristički model procesa transmisije (u smislu da monetarni faktori imaju odlučujuće dejstvo na nominalni dohodak), (c) privatni sektor je u suštini stabilan, (d) irelevantnost pojedinačnih pojava za objašnjenje kratkoročnih promena nominalnog dohotka i uverenje da je tržište kapitala fluidno, (e) stavljanja težišta na opšti nivo cena, a ne pojedinačne cene, (f) korišćenje malih, a ne velikih ekonometrijskih modela, (g) upotreba iznosa primarnog novca ili neke druge ili slične mere kao pokazatelja monetarne politike, (h) usvajanje pravila o stopi rasta novčane mase, (i) negiranje mogućnosti izbora između inflacije i nezaposlenosti, i prihvatanje realne Filipsove krive, (j) pridavanje relativno većeg značaja inflaciji nego zaposlenosti, (k) neslaganja sa državnom intervencijom i makroekonomskom stabilizacionom politikom zasnovane na fiskalnoj politici.

Integralni monetarizam danas, u osnovi, reprezentuje okosnicu savremene monetarističke teorije i jezgro savremenog monetarizma, budući da se egzistirajuće varijante monetarizma u teoriji i praksi po pravilu naslanjaju na tzv. integralni monetarizam sa ciljem "pozajmljivanja" ključnih postavki. Intsgralni monetarizam istovremeno reprezentuje fundamentalnu teorijsko-empirijsku snagu protiv kejnzijanstva i kejnzijanaca, koji ga najozbiljnije shvataju u odnosu na ostale varijante monetarizma. Integralni monetarizam je toliko uspeo u poslednjoj deceniji razvoja monetarne teorije da je prosto naterao kejnzijance da ozbiljno o njemu razmišljaju bilo da mu modifikuju sadržinu. Mnogi kejnzijanci su čak bili prinuđeni da razmišljaju "šta uopšte sadrži monetarizam". U tom smislu, i Tobin, kao "teški" kejnzijanac, razmišljajući o monetarizmu, došao je do neumitnog zaključka da integralni monetarizam obuhvata sledećih nekoliko ključnih elemenata:[117] (1) ranija povećanja stopa novca glavna su determinanta - praktično jedine sistematične i neslučajne - rasta nominalnog dohotka, (b) fiskalna politika ne može bitno delovati na društveni proizvod, iako može izmeniti njegov sastav i delovati na kamatne stope, (c) celokupno delovanje monetarne i finansijske politike na nominalni dohodak i na privredna kretanja praktično se rezimira u ponašanju jedne jedine varijable - količina novca, pri čemu se monetarna politika mora ravnati isključivo po toj varijabli, a ne po kamatnim stopama, fluktuacijama kredita, slobodnim rezervama i drugim indikatorima, (d) nominalne kamatne stope usklađuju se prema inflacionističkim prognozama, odnosno sa inflacijom, iako se to događa sa zakašnjenjem, (e) centralna banka može i mora neprestano povećavati količinu novca i to tempom koji mora da bude usklađen sa tempom rasta potencijalnog društvenog proizvoda uvećanog za pretpostavljenu stopu inflacije, (f) ne postoji trajna i čvrsta veza između nezaposlenosti koja omogućava strukturalne promene radne snage i njenu mobilnost, (g) državna politika izaziva sve bržu inflaciju, ukoliko uporno nastoji da smanji nezaposlenost ispod njenog prirodnog nivoa, odnosno da ubrza deflaciju, ukoliko nastoji da postigne veću stopu zaposlenosti od prirodne. Time je, u osnovi, priznat monetarizam kao

[117] J. Tobin, The New Economics One Decade Later, Princeton University Press, Princeton, 1974, st. 58-59.

značajna teorijska snaga u monetarnoj teoriji, koji se, poslednjih godina, i empirijski verifikuje, naročito u SAD i V. Britaniji.

5. STRUKTURALISTIČKI MONETARIZAM

Od sredine 60-tih godina postkejnzijanska neoklasična sinteza (Samuelson) počinje da gubi na ugledu uporedo sa opadanjem poverenja u stabilizacionu potenciju fiskalne i monetarne intervencije (Tobin) da bi već početkom 70-tih godina došlo do tzv. krize kejnzijanske ekonomike (Hicks). To je iskoristila ofanzivna monetaristička doktrina sa svoj a dva nova kraka: monetarizam racionalnih očekivanja i strukturalistički monetarizam ili monetarizam "Supply-Side Economicsa".

Po teoretičarima "ekonomije povećane ponude" valjalo je samo smanjiti socijalna da vanja i državno uplitanje u privredi, rasteretiti biznis poreskih nameta i regultiva, pa da se iz stagflacije zaplovi u vode prosperiteta. Vlada bi strogom monetarnom politikom suzbijala inflaciju, smanjenjem poreza trebalo bi da ohrabruje poslovni duh, podstiče investicije i povećava proizvodnju. koja bi državnom budžetu donela veće prihode (jer se nižim stopama oporezuje veća masa profita). Međutim, ova postavka teorije "Supply-Side Economics" nije se obistinila, osim suzbijanja inflacije. Kalifornijskoj desnici u Volstritu nije uspelo da smanji astronomski državni unutrašnji dug i eliminiše budžetski deficit. Postalo je, naime, jasno da se država mora javljati na tržištu novca i kapitala, kao veliki zajmotražilac, u situaciji smanjenja porasta novčane mase i kredita restriktivnom monetarnom politikom i rekordnog povećanja kamatnih stopa. Poskupljenje kapitala iznad profitne stope, u tom kontekstu, neminovno dovodi do smanjenja investicija i recesije.[118] Ponovno prekrajanje budžeta, npr. za 1983. (sa 100 mlrd. $ programiranog deficitau funkciji sniženja kamatnih stopa i ublažavanja recesije), tada je iznova palo na teret davanja za socijalno, penzijsko i zdravstveno osiguranje. Pri tome, glavni ceh budžetske revizije i oživljavanja recesinflacionisane privredne aktivnosti pada na pleća nižih slojeva. U uslovima opadanja inflacije i rasta nezaposlenosti, nade apostola supply-side ekonomije se ne obistinjuju, jer biznis oslobođen "tutorstva države" i njudilovske regulative ne dobija ubrzanje u funkciji smanjenja budžetskog deficita i proširenja zaposlenosti. Politika skupog novca koči inflaciju, ali minira proizvodnju i plasiranje robe bez kredita. Ako se uvećavaju kamate, zbog visokog fiskalnog deficita i straha od inflacije onda se i investicije ne mogu uvećavati kao ni proizvodnja. Obuzdavanje povećanja cena u uslovima nikad jačeg dolara, plaća se skupo, jer rastu deficiti, kamate i nezaposlenost, a opadaju investicije i proizvodnja.

---

[118] R. J. Brown. Inflation and the New Monetary Aggregates, Businness Economics 3/81, K. P. Jameson - L Philips, Supply-Side Economics. Economic Forum 12/81, str. 81-88; 0. Eckstein, The Beat Recession. North-Holland. Amsterdam, 1978. i E, J. Bomhoff. The Quantity Theory and Racional Expcetations, North-Holland, Amsterdam. 1980.

Međutim, već u pripremi novog budžeta za 1983. godinu razmatrala se mogućnost za povećanje poreza u iduće tri godine za 99 mlrd, $ koliko iznosi programirani budžetski deficit u 1982. god. Zahtev za povećanje poreza (uključujući i nove poreze na cigarete, telefonske razgovore, troškove zdravstvene zaštite idr.) obrazlagao se potrebom za redukovanjem deficita državnog budžeta, redukovanjem državnog zaduživanja, smanjenjem kamatnih stopa, odbranom novca od dizanja kamatnih stopa, smanjenjem rekordne posleratne nezaposlenosti i oživljavanjem američke privrede, koja je u najtežoj recesiji poslednjih decenija. Pokušaj da se oslobođenjem građana od plaćanja dela poreza izvrši preraspodela društvenog proizvoda [119] u korist vlasnika sredstava za proizvodnju za ohrabrenje poslovnih poduhvata nije dalo očekivane rezultate u 1982. god. Najveće zahtevano povećanje poreza u američkoj istoriji i najavljena mogućnosti za povećanje obima novca u opticaju u funkciji uravnoteženja federalnog budžeta, smanjenja interesne stope na kredite (čija je visina bila najveća prepreka za angažovanje kapitala u nove poslovne poduhvate) i povećanje proizvodnih investicija već su se podsticajno odrazili na interesovanje poslovnih ljudi za akcije industrijskih korporacija (uključujući i spekulativno sticanje profita u trgovini papprima od vrednosti) i na treće smanjenje interesne stope vodećih banaka na sredstva koja se u obliku kredita daju najvažnijim korisnicima. Grozničav skok akcija na berzi i "dalji pad" kamatnih stopa (N-Kouffinan), usled spuštanja glavne emisione stope Federalne rezervne banke, povećanje poreza i porast novca u opticaju pouzdan su znak ondašnjeg "okretanja topova" sa suzbijanja inflacije na suzbijanje recesije, jer je dotadašnja restriktivna politika "uspela" jedino da prekrati inflaciju produbljivanjem recesije. Spuštanje kamatnih stopa je "dobra vest" za američke investitore i strane pozajmljivače američkog dolara, "lep izazov" olakšanim novim ulaganjima za spasavanje duboko recesionirane privrede, eho neuspelih monetarističkih koncepcija i "tihi" povratak fiskalističkoj paradigmi.

Gotovo sve prognoze nove američke administracije pale su u vodu, jer politika smanjenja poreza na dohodak u funkciji povećanja štednje, investicija, proizvodnje i zaposlenosti) i redukovanja budžetskih rashoda (po osnovu kresanja socijalnih izdataka) nije dovela do uravnoteženja federalnog budžeta. Naprotiv, budžetski deficit se kontinuirano povećavao, apsorbujući značajna sredstva na tržištu novca i kapitala, i dovodio do pbvećanja kamata, smanjenja investicione aktivnosti i povećanja bankrotstva. Usled toga, iznuđeni zaokret u ekonomskoj politici SAD mogao bi se protumačiti i kao odustajanje od toliko hvaljene ekonomije ponude. Čak su najvatrenije pristalice teorije ponude napustile vladu, (M. Weidenbaum) iako su R. Volcker i V. Sprinkel ostali kao verni protagonisti monetarizma i teorije ponude. Zaokret se prvenstveno ogleda u zahtevu za po-

[119] R. Portait - P. Poncet, Macroeconomie financière Bruyant, Bruxelles, 1980., W. J. Keller, Tah Incidence: A General Equilibrinm Approach, North-Holland, Amsterdam, 1980., A Piettre, Les distorsions structuralles de l'irmation, Sirey, Paris, 1978. m C. Bordes-Marcilloux, Macroeconomie, Dallor, Paris, 1980.

većanje poreza i naredne tri godine (ukidanjem određenih poreskih povlastica kompanijama, olakšica za ubrzanu amortizaciju, mogućnosti povlastica kompanijama, olakšica za ubrzanu amortizaciju, mogućnosti prodaje neiskorišćene poreske povlastice jedne kompanije drugoj i povlastice američkim petrolejskim kompanijama u inostranstvu, smanjenjem mogućnosti odbijanja od poreske osnovice građana po osnovu izdataka za zdravstveno osiguranje i izdataka za lečenje koji raznim otpisima izbegavaju poreze, povećanjem federalnog poreza na avionske karte, udvostručenjem poreza na cigarete i utrostručavanjem poreza na telefonske usluge, oporezivanjem konobara za iznos koji se dobija kao napojnica i odbijanjem 10% poreza prilikom isplata kamata i dividendi od strane banaka i finansijskih organizacija, smanjenje državnih izdataka u naredne tri godine, postepeno smanjenje kamatnih stopa u borbi protiv recesije i nezaposlenosti uz simultano povećanje investicija i smanjenje stope inflacije.

Simultano, pokazala se neefikasnom i tačerovska teorija po kojoj bi hronikuse britanske privrede trebalo lečiti pojačanom dozom ekonomskog liberalizma, deflacionim ograničenjima, denacionalizacijama javnog sektora i prisiljavanjem radnika i preduzetnika na efikasnije privrećivanje (time što bi se prvi pritisli nezaposlenošću, a drugi stranom konkurencijom).[120] Tačerizmu se ne zamera što je preduzeo da recesijom i nezaposlenošću, "tuče" inflaciju i suzbija realne nadnice u korist profita. No, i pored toga, profiti se ne povećavaju, jer rastu troškovi proizvodnje i opada korišćenje kapaciteta usled preterane deflacione politike. Radikalna "ekonomska obnova", stoga, zahteva odustajanje od ekstrema monetarističke politike, nove fiskalne olakšice industriji, smanjenje kamatnih stopa (koje sa stopom od 8,5% trostruko prevazilaze profitne stope), povećanje državnih ulaganja i novih porudžbina od privatnog sektora.

U nadmetanju ekonomske tražnje i ekonomike ponude cilj je, u stvari, privredni rast koji je rezultat veće potrošnje, odnosno veće proizvodnje. Uokviru modela politike tražnje proces se odvija preko smanjenja poreza iz ličnog dohotka (uz simultano povećanje javnih rashoda) i ostavljanja više novca stanovništvu na raspolaganje, odnosno za kupovinu robe i usluga koje utiču na preduzeća da povećavaju proizvodnju za zadovoljavanje rastuće tražnje, odnosno da proširuju proizvodne kapacitete. Ekspanzija je evidentna u čitavoj privredi na koju se naslanja rast fiskalnih prihoda i ponovno odvijanje procesa uravnoteženja, doduše uz rizik jačanja inflacije. Međutim, u stagflaciji ovaj kejnzijanski model pregrejavanja privrede tražnjom ocenjuje se kao inflatorno žarište i, stoga, prednost se daje ekonomici ponude. U modelu politike ponude proces se odvija preko smanjenja poreskih stopa i stimulativnog privređivanja. Smanjenjem poreza preduzećima

[120] S. Adic, Public Expenditure Growth, Finanzarchiv 1/81, str. 148-157, M. M. Jain, Public Goods, Optimal Taxation. and Economic Efficiency, Indian Economic Journal 3/81, str. 70-85.. R. D. Adams.Tax Rates and Tax Collections: The Bazic Analytics of Khaldun-Laffer Curves, Public Finance Quartarly 3/81 i M. Bronfenbrenner, The Balanced-Budget Multiplier by the Back Door in a Tax-Revolt Context, Kyklos, 2/81, str. 178-185.

se ostavljaju veći profiti na raspolaganju i to za nove investicije, za nove tehnološke poduhvate, za otvaranje novih radnih mesta, za nove proizvodne kapacitete. Sada se više štedi i troši, rad postaje produktivniji i efikasniji, a nove investicije povećavaju proizvodnju, što u krajnjoj instanci doprinosi smanjenju inflacije.

Poboljšati relaciju između inflacije i nezaposlenosti (tradicionalna dilema gradualizma), gravirati recesiju u kadru borbe protiv inflacije (monetaristička dilema) i uspostaviti bilans između agravacije nezaposlenosti i formiranja kapitala (dilema pristalica supply-side ekonomije) u okvira alternativnih stabilizacionih programa enigmatično rasvetljavaju neoperativnost teorijskog žongliranja monetarista i fiskalista, tradicionalno initilno konfrontiranje monetarističkih i fiskalističkih koncepcija, nesposobnost skladnog komponovanja konjunkturnih regula u stagflacioniranom okraženju i nemogućnost operacionalizovanja stop-go ekonomske, odnosno finansijske strategije.[121]

Efekti fiskalnog programa na planu ponude trebalo je da proisteknu iz amelioracije relativnih cena rada, štednje i investicija, koje rezultiraju iz smanjenja poreza.[122] Oficijelna predviđanja imala su za cilj da ove modifikacije sa reformom reglementacije i redukcije budžetskih rashoda i socijalnih transfera, diferenciranim podsticajima štednje, amelioracijom amandmana za amortizaciju i olakšavanjem investicionih plasmana, promovišu i konstituišu u "glavni motor" akceleracije ekonomske aktivnosti i ponude u realnim okvprima. Međutim, u "pogrešnom odvijanju prakse", fiskalna redukcija je zamenjena povećanjem poreza, a najavljena budžetska ravnoteža vraćena je na kolosek produbljivanja deficita javnog sektora.

Državni deficiti su, iz mnogih razloga u zemljama OECD, ozbiljan ekonomsko-finansijski problem koji se na duži rok ne može zaobići. U pokušaju da se državne finansije konsoliduju pristalice teze o monetarnom istiskivanju preporučuju da se u fazama konjunkturno slabe investicione aktivnosti drastično smanje državni izdaci da bi se time podstakle privatne investicije.[123] Doduše, recept ne obećava potpuno izvlačenje konjunkture, jer upotreba recepta monetarnog "istiskivanja" preti da se konjunkturni problemi zaoštre i da se time oslabi osnova za kasnije suzbijanje državnih deficita. Primeri za finansiranje državnog deficita

---

[121] M. J. Arlis i M. N. Miller (Ed.), Essays in Monetary and Fiscal Policy, Oxford University Press, N. York, 1981., C. F. Christ, Monetary and Fiscal Policy in Macro-Economic Models, University of Michigan Press, 1969., J. J. Diamond, Issues on Fiscal and Monetary Policy, The Paul University, Chicago, 1971., J. Tobin i W. H. Buitler, Fiseal and Monetary. Policyes, Capital Formation and Economic Activity, u G. V. von Furstenberg (Ed.), The Govemment and Capital Formation. and Economic Activity, Cambridge, Ballinger. 1980., i C. Wells, Optimal Fiscal and Monetary Policy, Lund, Gleerup, 1978.

[122] J. R. Barth, J.T. Bennet, M. H. Johnson HR. H. Sines, The Efficacy of bond-financed fiscal policy, Public Finance Quarterly, vol. 9,1980, str. 323-344., J. L. Butkiewiez,The impactof debt finance on agregate demand, Journal of macroeconomics, vol. 4, 1981., D. Good, The politics of anticipation: making Canadian federal tax Policy, Carleton University, Ottawa, 1980.

[123] R. Tohl, Staatdefizil, kreditmarket und investitionen, DIW Deutsches Institute fur Wirtschaftsforschung, Vierteoahrsiorschung, Vierteqahrsheft 4/81, str. 273-298.

(model A: porast državnih izdataka dovodi do povećanja investicija i model B - porast državnih izdataka potiskuje privatne investicije) u Zapadnoj Nemačkoj, Švedskoj, Kanadi, Japanu, Francuskoj, Italiji, Holandiji, Velikoj Britaniji, Danskoj i SAD u formi međunarodnih upoređenja državnih izdataka po vrstarna u odnosu na društveni proizvod, državnih prihoda po vrstarna u odnosu na društveni proizvod, strakture državnih prihoda prema izvorima i sektorima, i strukture socijalnih davanja prema funkcijama[124] empirijski verifikuju nemogućnost "skraćivanja" fiskalnih deficita u uslovima stagnacije i nezaposlenosti, s jedne strane, i produbljivanje eklatacionih formi pokrića fiskalnih deficita, (uključujući i inflaciono finansiranje) u uslovima inflacije, s druge strane.

Zaoštrene protivrečnosti savremenog kapitalizma (produbljavanje inflacije i nezaposlenosti, te preplitanje strukturnih i cikličnih kriza) u 70-tim godinama pokazale su neosnovanost kejnzijanske teorije.[125] Kriza kejnzijanstva uvodi alternativu neokejnzijanstvo-monetarizam i električku sintezu reformističkih koncepcija i oštru polarizaciju između vladajućih koncepcija ekonomske politike. Kriza kejnzijanske koncepcije regulisanja i nove tendencije u ekonomskoj politici u uslovima stalno rastućih državnih troškova i prelivanja kanala novčanog opticaja, rastućih budžetskih deficita, rastuće nezaposlenosti i savremene inflacije i nezadovoljavajućih rezultata deflacione politike i politike dohotka, kao dva osnovna metoda antiinflacione politike u 60-tim i 70-tim godinama u suštini reflektuju pokušaj neodustajanja od osnovnog kejnzijanskog recepta (usled potrebe stimulacije privredne aktivnosti visokim državnim troškovima) i uvođenja novih monetarističkih recepata (usled potrebe ograničenja inflacije).[126]

Nova desnica (neokonzeivativizam, neoliberalizam) privrženija je Supply-side ekonomiji s njenim reflacionim implikacijama nego čistom monetarizmu s deflacionim konsekvencama.[127] Supply-side ekonomika se smatra teorijskom osnovom nove ekonomske politike američkog predsednika Regana i neokonzervativne orijentacije u ekonomskoj teoriji, te obuhvata simultano i cijagnozu i receptura, koje insistiraju, zajedno, na aktuelnoj proizvodnji robe i usluga, a ne na njihovim kupovinama. Iz tog razloga, pristalice supply-side ekonomike smatraju da fundamentalni problemi potiču od ograničenja, izazvanih uglavnom porezima koji sprečavaju produktivne napore, a ne od problema izazvanih nedostatkom kupovne snage.[128]

---

[124] Die deffentlichen haushalte im internationalen vergleich. Relativ niegrige Staatsquote in der Bundesrepublik, DIVDeutsehes Institute fiir Wirtschaftsforschung-Wochenbericht 3/82. str. 41-48.

[125] I. Narušenko, O monetarnoj teoriji inflacije, MEMO 10/81, str. 74-83.

[126] S. Nikitin, Inilacija narubeži 80-h godov, Voprosv ekonomiki 3/82, str. 115-124.

[127] Francuska škola liberalizma, za razliku od američke, uperena je pre svega protiv dirižizma i socijalizma. „Novi ekonomisti" nastoje da označe granicu efikasne državne intervencije bez hvaljenja „minimalne države"' poput američkih liberala (A. Fourcans, Pour mi nouveau liberalisme, Albin Michel. Paris. 1983.).

[128] R.L. Heilbroner, The Demand forthe Supply-Side, The New York Review of Books, juni 1981. str. 37-40

Makroekonomske politike tradicionalnili konzervativaca (M. Friedman, A. Burns, N Stein, A. Greespan i M. Feldstein) i nove desnice (J. Kemp, A. Laffer, N. Ture, R. Craig Roberts i J. Wanniski), ideološki spojene, imale su za cilj da razbiju kejnzijansku koaliciju,[129] i da nove snage (D. Stockman, D. Regan, M. Weidenbaum i R Volcker) pokažu [130] kao (1) preraspodela dohotka u korist korporacija i bogatih, (2) manji javni sektor, koji će proisteći na osnovu smanjenja poreza i vladinih izdataka, (3) smanjenje i preorijentacija vladine regulative, (4) usporavanje porasta novčane mase i (5) povećanje vojnih izdataka vode usponu. Popularnost nove doktrine verovatno proističe iz želje hvatanja za slamku u situaciji suočavanja s ekonomskim problemima koji prate tradicionalnu ekonomsku strategiju konzervativaca. Jer, prepisivati zamašno smanjenje poreza kao rešenje za ekonomske nevolje nacije predstavlja fantaziju iz razloga što su efekti mali i spori.[131] Pored toga, dodatna kupovna moć i povećan vladin deficit koji bi bili izazvani smanjenjem poreza, veoma bi podstakli sveukupnu tražnju, tako da bi se ispoljili snažni pritisci za povećanje cena i stvorili gotovo eksplozivni podsticaji za porast stope inflacije.

U konačnoj rundi, Karter je završio nailaženjem na platformu uravnoteženja budžeta, koja je morala izgledati užasno huverijanska u depresijom zahvaćenim industrijskim centrima, dok je Regan podsećao više na Roosevelta sa svojim obećanjem o fiskalno indukovanoj "reindustrijalizaciji". Upravo je novodesničarska komponenta Reganove koalicije postala najmilitarniji advokat neuklidovske ekonomije Laffera, Kempa i Wanninskog. U svom masovnom preobražavanju u fiskalni neopopulizam, oni su istovremeno "bespravno lovili kod liberala" (Kemp-Roth poreska šema inspirisana je Kenedijevom "novom ekonomijom") i "ukrali" gromko najavljenu redistributivnu strategiju (drastično smanjenje zajedničke potrošnje i prebacivanje dohotka na kapital).

Međutim, koliko treba smanjiti poreske obaveze da bi se ostvario povećani rast ili koliko će brzo povećana proizvodnja smanjiti inflaciju i povećati buduće fiskalkne prihode, pitanja su na koja dotični ekonomisti nisu dali decidirane, ubedljive i argumentovane odgovore teorijskog i empirijskog karaktera.

---

[129] E. Currie, R. Dunn i D. Fogarty, The New lmmiseration: Staglation., Inequaliry and the Working Clas. Socialist Review, novembar-decembar 1980, str. 7-31., J. G. Gurley, Unemployment and Inflation, Monthly Rcview, decembar 1977, str. 23. D. A. Gold, The Rise and Decline of the Keynesian Coalition, Kapitalistate 6777, slr. 129-161.

[130] M. Feldstein, Inflation and Supply-Side Economics, Wall Street Journal, maj 1980. i J. Tobin, Stabilization Policy Ten Years After, Brooldngs Papers on Economic Activity 1/80. str. 31-42.

[131] J. Campen, Ekonomska kriza i konzervativna ekonomska politika, Marksizam u svetu 6-7/83, str. 299-331.

6. MODIFIKOVANI MONETARIZAM

Monetaristička kritika trade of između privrednog rasta i stope inflacije na dugi rok – veli prof. Dr M. Ćirović – u osnovije ispravna, s obzirom da je neprihvatljivo dugoročnije inflacionisano finansiranje ubrzane stope rasta. No, monetaristička teza da se količina novca na dugi rok ne efektira na trendnu stopu ekonomskog rasta je suviše rigidna. Nemoguće je, u stvari, da rigorozno restriktivna monetarna politika, obarajući inflaciju, oštro ne pogađa privredni rast u kratkoročnom i dugoročnom periodu. Pošto ne egzistira simetričan obrazac makroekonomskih usklađivanja, monetaristi insistiraju na limitirano osciliranje kratkoročnih stopa monetarnog rasta oko dugoročne trendne stope ili na politiku konstantne stope monetarnog rasta u skrivenoj formi, budući da se simetričan obrazac makroekonomskih usklađivanja kod restriktivne ili ekspanzivne monetarne politike bolje uklapa u kejnzijansku teorijsku aparaturu.[132]

Za razliku od monetarističke teorijske aparature, kejnzijanska koncepcija naglašava značaj dohodnih tokova isticanjem validnosti fiskalne politike, kao glavnog regulacionog mehanizma, u kratkoročnoj analizi, koja je pogodnija za opservaciju realnih fenomena. Monetaristi, pak, sa stanovišta monetarističke dugoročne analize, smatraju da je, upravo, kratkoročni horizont jedna od ključnih slabosti kejnzijanske aparature.

Kejnzijanci su uvek smatrali da se viškovi sredstava na tržištu kapitala apsorbuju budžetskim deficitima i da se, na taj način, izvodi recikliranje viškova dohotka bez izazivanja recesionih impulsa u privredi (jer deficitarno budžetsko finansiranje akceleriše realne tokove reprodukcije). Međutim, kejnzijanski koncept, izvan čiste deflatorne pozicije, deluje na dinamiziranje privredne aktivnosti po cenu involviranja inflacionih impulsa. Jer, prilagođen ekonomski sistem trajnijem deficitarnom budžetskom finansiranju, sa zanemarivanjem strukture tražnje, generiše rastući trend javne potrošnje na dugi rok, koji se retroaktivno vraća kao bumerang na rastući nivo ekonomske aktivnosti i zaposlenosti indukovanjem inflatornih pritisaka u dugoročnoj sekvenci.[133]

U monetarističko-kejnzijanskom duelu Tobin[134] se oštro suprotstavlja pojednostavljenoj monetarističkoj teoriji, odnosno neokvantitativnoj teoriji novca, monetarističkom transmisionom procesu, postajanju tzv. prirodne stope nezaposlenosti, mogućnosti izbora između inflacije i nezaposlenosti, monetarističkom

---

[132] Dr M. Ćirović, Monetarizam i stabilizacija, Ekonomist 3/80, preštampano u „Novac i stabilizacija", Savremena administracija, Beograd, 1982, str. 116.

[133] Dr M. Ćirović, Novac i stabilizacija, Savremena administracija, Beograd, 1982, str. 117.

[134] J. Tobin, Money and Income: Post Hoce ergo Propter Hoc, Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, 1970, The Monetary Interpretation of History, American Economic Review, Vol. 55, 1965., Friedmans Theoretical Framework, Journal of Political Economy. Vol. 80, 1972. i Friedman's Theoretical Framework, u R. J. Gordon (Red.), Milton Friedman's Monetary Framework: ADebate witli His Critics, Chicago University Press, Chicago. 1974., i J. Tobin i C. Swan, Money and Pemanent Income, Some Empirical Tests, American Economic Review. Vol. 59,1968.

negiranju državne intervencije, itd. Monetaristi tvrde da treba upravljati samo količinom novca i da sve ostalo treba prepustiti tržištu s ciljem da se privreda zadrži u stanju nezaposlenosti, sve dok se tzv. čvrsta jezgra ugrađene inflacije na rastope (Tobin). Tobin se, kao i kejnzijanci, tome protivi, da je porast novčanih nadnica glavni razlog inflacije, koji se mora rešiti zajedno sa nezaposlenošću. Stoga se zalaže za politiku nadnica i dohodaka, kao jedini izlaz iz ekonomskih poteškoća, smatrajući, ipak, kejnzijanska rešenja najprikladnijim da cene i nadnice sporo ili nikako ne odražavaju promenu u obimu ponude i tražnje, da je privreda sklona velikom broju nevoljno nezaposlenih, da investicije imaju glavnu ulogu (iako one zavise od očekivanja dugoročnih prohta i ocene rizika) i da tržišna privreda ne obezbeđuje stabilizaciju (čak i kada cene i nadnice postanu brzo promenljive).[135]

Stiče se utisak da ni monetarizam ni kejnzijanizam ne daju solidnu teorijsku osnovu za vođenje stabilizacione politike u pravcu obaranja inflacije bez gubitaka tzv. normalne stope proizvodnje, jer su obe teorijske koncepcije, formirane u različitim društveno-ekonomskim uslovima, u stvari, parcijalne koncepcije dosta udaljene od globalne ekonomske teorije (Ćirović). Prema tome, monetarizam pruža parcijalnu teorijsku osnovu za minimiziranje inflacije u uslovima pregrejane konjunkture po cenu veće nezaposlenosti, dok kejnzijanizam daje parcijalnu teorijsku osnovu za reflacionisanje i iniciranje kratkoročnog uspona u cikličnom procesu po cenu veće inflacije.[136] No, dugoročna recesinflacionisana privreda je cijametralno suprotan kvalitet u odnosu na kratkoročni dezekvilibrijum cikličnog profila i, stoga, zahteva kvalitativno novu teoriju ekonomske politike u formi sinteze monetarizma i fiskalizma, i novu makroekonomsku teoriju makroekonomije i makroekonomsku teoriju mikroekonomije. Jer, aktuelni realni privredni trenutak već pokazuje da monetaristička teza (da je inflacija fundamentalni problem i da je recesija izvedeni problem tranzitornog perioda iz lančanih usklađivanja) nije više prihvatljiva, isto kao i kejnzijanska teza (da je dinamiziranje privredne aktivnosti fiskalnim stimulansima fundamentalni problem). Usled toga, pojedini teoretičari, vraćajući se izvornom Kejnzu (koga su postkejnzijanci i/ili neokejnzijanci odvikli od svoje teorije), pokušavaju da formulišu tzv. modifikovani monetarizam kao svojevrsnu mešavinu monetarizma i kejnzijanstva ili fiskalizma (Leijonliufvud), i da oforme kejnzijansku verziju monetarizma ili monetaristički kejnzijanizam, odnosno monetarizovani fiskalizam ili fiskalizirani monetarizam. To je razumljivo, pošto se posle višegodišnje oštro polarizovane rasprave "monetarizam versus fiskalizam" (poznati duel Fridmana i Helera u SAD) shvatilo da između monetarističke i fiskalističke koncepcije ima više kon-

[135] J. Tobin. Essays in Economics: Theory and Policy, Vol. 3, MIT Press, Cambridge, 1982., How Dead is Keynes, Economic Inquiry, Vol. 15, 1977., Reagonomics and Economics, New York Review of Books, Vol. 28, 1981. u Alcumulacija imovine i ekonomska aktivnost, Centar za kulturnu djelatnost, Zagreb, 1983.
[136] Dr M. Ćirović, op cit. str. 117.

vergirajućeg nego divergirajućeg. Teze "novac nije važan" i "samo je novac važan" pretočene su, stoga, u zajedničku tezu "novac jeste važan" na opšte zadovoljstvo kako Fridmana tako i Modigliania, koji su, nakon žestoke rasprave, jedan drugome izjavili "sad smo svi kejnzijanci" (Fridman), odnosno "svi smo monetaristi" (Modigliani). I doista, skladno komponovane i kordinisane, uravnotežene i stabilizaciono-razvojno centrirane, monetarna i fiskalna politika, uz dopunu politikom dohotka i, verovatno, politikom realne ponude, mogu i treba da reprezentuju ključne segmente makroekonomske politike.

Tobin,[137] kao postkejnzijanac, pristalica neoklasične sinteze, polemičar sa neoklasicima, monetaristima i teoretičarima racionalnih očekivanja, blagonakloni kritičar Kejnza i ispravljač Kejnzove analize, odigrao je značajnu ulogu u izgradnji tzv. neoklasične sinteze u makroekonomiji vezivanjem kejnzijanske teorije sa teorijom cena i dorađivanjem Kejnzove analize špekulativne tražnje za novcem i tražnje za novcem kao sredstvom razmene, te unapređenju teorije kamate, portfelja, rasta i ravnoteže obogaćivanjem teorije tražnje novca, transmisionog mehanizma, prilagođavanje portfelja i različitih oblika imovine itd.

Istražujući tzv. transmisoni mehanizam, Tobin se uglavnom naslanjao na kejnzijanski koncept[138], polazeći od pokretanja investicija čija se sredstva obezbeđuju prodajom obveznica i akcija s ciljem menjanja sastava portfelja. Pri tome, kamatna stopa u analizi portfelja zavisi simultano od realnih i novčanih tokova, čija se veza uspostavlja transmisionim mehanizmom, iako su za investicione odluke važnija očekivanja od kamatne stope.

U sklopu teorije rasta, Tobin[139] kritikuje Kejnzov kratak rok i tzv. Harrodovo dinamiziranje, ukazujući na nestabilnost rasta uvođenjem novca, kao oblika držanja imovine, i supstitucije rada, kapitala i novca (koju determiniše kamatna stopa). Po Tobinu, držanje novca deluje na odnos između rada i kapitala, kao i na izjednačavanje prirodne i željene stope rasta (ili Harrodove opravdane stope), pri čemu stopa ravnomernog rasta novčane mase treba da se izjednači sa prirodnom stopom.

U stabilnom stanju, smatra Tobin, kamatne stope i cene imovine su konstantne (1), sklop državne politike je stabilan (2), realni fondovi i tokovi rastu po zajedničkoj prirodnoj stopi (3), nominalne količine rastu po istoj stopi plus konstantna stvarna i očekivana stopa inflacije (4), stopa inflacije je negativna vrednost realne kamatne stope na primarni novac (5), dugoročna ravnoteža realne stope prinosa na primarni novac je, kao i druge realne kamatne stiope, endogena - što je važna razlika između kratkoročnei dugoročne makroekonomije (6), fond

[137] J. Tobin, Essays in Economics: Theory and Policy, Vol. 3, MIT Press, Cambridge, 1982.
[138] J. Tobin, Economic Theory as an Objective of Govemment Policy, American Economic Review, Vol. 54, 1964., Inflation and Unemployment, American Economic Review, Vol. 80,1972. i Keynesian Models of Recedssion and Depression, American Economic Review, Vol. 65,1975.
[139] J. Tobin, Money and Economic Growth, Econometrica. Vol. 33, 1965. i Notes on Optimal Money Growth, Journal of Political Economy, Vol. 76,1968.

kapitala je endogen u dugom roku (7) i rad i usluge kapitala su u potpunosti zaposleni (8).[140]

7. ANTIMONETARIZAM

Nepopravljivi ortodoksni kejnzijanci, opijeni kejnzijanskom tradicijom iz 30-tih godina ovog veka, ostali su verni već ogoljenom i iscrpljenom kajnzijanstvu potpuno oglušeni od teorijski dokazanih i empirijski verifikovanih monetarističkih dokaza, hipoteza teorije racionalnih anticipacija i pretpostavki supply-side ekonomike.[141] Fiskalističko puritanstvo sve odbija a priori, čak i kada nisu u pravu, bez teorijsko-empirijskih argumenata ili sa njima, ali bez solidne validnosti za današnje staglacione eurofije. Čvrsto ubeđeni u svoje teze: (a) vrednost novca je determinisana mikroekonomski (jer promene opšteg nivoa cena proističu iz nagomilavanja nemonetarno prouzrokovanih promena pojedinačnih cena), (b) novčana masa je u većoj meri endogeno određena (s obzirom na to da je snabdevanje privrede novcem vrlo elastično), (c) tražnja privrednog sektora je tendencijski nestabilna (budući da mehanizmi multiplikacije i akceleracije pojačavaju egzogene impulse); (d) nivo proizvodnje i zaposlenosti su makroekonomski determinisani (pri čemu se opšti nivo cena na kratak rok ne menja), (e) ponuda novca uglavnom zavisi od tražnje novca, kao endogene promenljive, (sr) supstitut novca je uglavnom finansijska aktiva, a cena novca je kamatna stopa (pošto se novac pozajmljuje) (g) promene, koje su rezultat nesrazmere između ponude i tražnje, utiču na promene kamatnih stopa, koje preko promena u investicionim rashodima utiču na nominalni dohodak u formi tzv. indirektnog transmisionog mehanizma, (h) funkcije tražnje novca i brzine opticaja novca su nestabilne, (i) promene u brzini opticaja novca rekompenzuju se promenama u količini novca u opticaju u uslovima apsolutne preferencije likvidnosti, (j) promene nacionalnog dohotka u većoj meri zavise od autonomnih rashoda nego od promena u količini novca i (k)

---

[140] J. Tobin, A General Equilibrium Approach to Monetary Policy, Journal of Money, Credit und Banking, februar 1969., Monetary Policies and the Economy: The Transmission Mechanism, Southern Economic Journal, januar 1978., Essays in Economics: Consumption and Econometrics, Vol. 2., North-Holland, Amsterdam, 1975., J. Tobin i W. Bralnard, Asset Markets and the Cost of Capital, u N. Nelson i B. Balasa, Private Values and Public Policy: Essays in Honour of W. Fellner, North-Holland, Amsterdam, 1977. i J. B. Macedo, The Short-Run Macroeconomics of Floatting Exchange Rates. An Exposiflon, u J. Chipman i C. Kindleberger (Ed.), Flexvible Exchange Rates and the Balance of Payment. Essays in Honourof Egon Sohmen, North-Holland, Amsterdam, 1980.

[141] E. M. Classen, The Keynesian and Classical Determination of the Exchange Rate, Weltwirtschaftlichcs Archiv 1/83, str. 19-33., D. K. Fausten, The Role of Exchange Rates, Kredit und Kapital 4/82, str. 556-564,1. Filatočev, Monetaristićkie teorii, otkrytoi ekonomik, MEMO 1/83, str. 78-83. i J. Juttner, Rates of Return, Investruent behaviour and Monetary Policy, Kredit und Kapital 1/83, str. 16-33., A. G. Johnson, Selected Essays in Monetary Economics, George Allen, London, 1978. i Cambridge as an Academic Environment in the Early 1930's. u D. Patinkin i J. C. Leitlh (Ed.), Keynes. Cambridge, and the General Theory, University of Toronto Press.Toronto, 1978, erp. 98-114.

proces uravnoteženja je vrlo dug, a za to je potrebna kratkoročna ekonomska stabilizacija pomoću fiskalne politike. Kejnzijanci ostaju kejnzijanci, kao opoziciona snaga i protivteža prodornom monetarizmu, čekajući, verovatno, da se istorija ponovi (tridesete godine), pa da pokažu oštroumnost i spretnost u vođenju makroekonomske politike regulacije tražnje. I, sve dok se ekonomska istorija "ne ponovi", kejnzijanci, neokenzijanci i postkejnzij anci ostaju da tumače kejnzijanizam i/ili fiskaiizam sa antimonetarističkih pozicija u formi tzv. antimonetarizma.

U okviru kejnzijanskog dohodno-rashodnog analitičkog modela razvila su se u osnovi dva teorijska pravca sa stanovišta različitog tretmana brzine prilagođavanja i elastičnosti. Radi se, naime, o revolucionarnoj ortodoksnosti i neoklasičnom preporodu.[142] Ortodoksni kejnzijanski model implicira zamku likvidnosti, neelastične nadnice, efikasnost fiskalne politike, konstantni kapitalni koeficijent i pesimizam u pogledu elastičnosti investicija i štednje u odnosu na nivo kamatne stope. "Neoklasični preporod" je uspeo, međutim, da modifikuje ortodoksni dohodno-rashodni model sa stanovišta uloge monetarne politike i ponašanja monetarnih varijabli, poričući Keynesov doprinos sintezi teorije vrednosti i teorije cena, i važnost relativnih cena i monetarnih fenomena u Keynesovom modelu. Suprotstavljajući Keynesov teorijski koncept i kejnzijanski dohodno-rashodni model, Leijonhufvud tvrdi sledeće:[143] (1) Keynesov model uključuje relativne cene dok kejnzijanski model isključuje relativne cene, (2) Keynesov model je dvorobni (dezagregiran na potrošna i kapitalna dobra), dok je kejnzijanski model jednorobni, (3) Keynesov model implicira veću ulogu monetaranh faktora u odnosu na kejnzijanski model, (4) Keynes je smatrao da odnos štednje i investicija određuje dohodak, a ne kamatna stopa, te da ponuda novca i preferencija likvidnosti određuje kamatnu stopu, a ne monetarni dohodak, (5) Keynes je pretpostavljao relativno visoku elastičnost investicija u odnosu na kamate i pridavao značaj dugoročnim kamatnim stopama koje u interakciji sa marginalnom efikasnošću kapitala određuju sklonost investicijama, (6) kejnzijanski model je pretpostavijao neelastičnost nominalnih nadnica, fiksnost cena kapitalnih dobara izraženih u potrošnim dobrima, jednostavno transfomisanje nominalnih varijabila u realne veličine, svođenje novca na samo sredstva plaćanja i razvrstavanje gotovinskih potraživanja u široko definisanu kategoriju obveznica.

Monetaristička i kejnzijanska kontroverza polazi od dobro poznatog učenja kejnzijanske teorije po kome promena novčane mase izaziva promenu nivoa proizvodnje preko promene kamatnih stopa i tvrdnji monetarističke škole po kojima promena količine novca izaziva promenu nivoa cena uz uslov da je tražnja novca nepromenjena i da takva promena samo na kratak rok utiče na realnu

---

[142] A. Leijonhufvud, O kejnzijanskoj ekonomici i o ekonomici J. M. Keynesa, Centar za kulturnu djelatnost, Zagreb, 1983. i Keynes and the Effectiveness of Monetary Policy, Western Economic Journal, mart 1968. i Dr P. Jurković, i Leijonhufvud o kejnzijaiskoj ekonomici i ekonomici J. M. Keynesa. Finaisije 11-12/83, str. 621.

[143] A. Leijonhufvud, op. cit., str. 26-30.

vrednost nacionamog dohotka i ekonomsku aktivnost.[144] Izgleda, ipak, da je srednja pozicija najprihvatljivija za savremene teoretičare, budući da srednja linija pledira na "umeren" kejnzijanizam i na "umeren" monetarizam.

Hicks-Hansenova "izmirenja" Keynesa i klasika u pogledu odrednica kamatne stope i dugotinjajuća polemika o suprotnosti preferencije likvidnosti i pozajmnih fondova u razvoju kejnzijanske ekonomike[145] izgleda nisu urodile plodom na teorijskom planu i, posebno, u praksi. Aspekt Kejnzove teorije, koji je stvorio najviše muke kasnijim interpretatorima, jednako kejnzijancima i antikejnzijancima, jeste njegova teorija kamata,[146]koja je, pre svega, teorija kratkoročnih kamatnih kretanja.

Kejnzijanska koncepcija preferencije likvidnosti sa stanovišta spekulativnog motiva je pretpostavljala da su dugoročne kamatne stope visoko podržavane očekivanjima koja vraćaju na normalni nivo kratkoročne kamatne stope. Nova klasična doktrina, pak, smatra da ovo izvorno kejnzijansko objašnjenje nije u skladu sa stabilnom kratkoročnom kamatnom stopom i stabilnim kalkulacijama granične efikasnosti kapitala. Tobin je ovu kejnzijansku nelagodnost otklonio uvođenjem alternativne teorije preferencije likvidnosti i uklanjanjem nesklada između efektivnih i očekivanih kamatnih stopa.[147]

Ispravljajući Kejnzovu analizu tražnje novca za spekulativne svrhe, Tobin je pokušao da objasni zašto individue drže gotovinu u količinama iznad potrebnih, u slučaju pozitivne kamatne stope, kada održanje gotovine postaje potpuno ravnopravni oblik držanja imovine. Tobin je pokušao da kamatnu stopu, koja dovodi do tzv. zamke likvidnosti, izmeri, pokazujući da se dugoročna kamatna stopa (koju je sam Keynes uporno koristio, iako u praksi ne fungira kao merljiv indikator) može vrlo lepo zameniti sa kratkoročnom kamatnom stopom, kao faktički egzistirajućom i merljivom veličinom. S druge strane, istraživanjem tražnje novca kao sredstva razmene, Tobin potrebnu količinu novca za kupovine i prodaje (uobičajene) svodi na problem tzv. potrebnih zaliha, primenjujući stavove Fišera i Baumola na makroekonomskom nivou i dokazujući da tražnja novca, kao sredstva razmene, ne zavisi od veličine društvenog proizvoda i brzine opticaja. Opserviranjem pozitivnih kamatnih stopa za držaoce nenovčane imovine, tokova novčanih rashoda i prihoda, troškova konvertovanja novca u različite vrste imovine i prihoda od kamate, Tobin je pokazao da oba kejnzijanska oblika tražnje novca u osnovi zavise od kamatne stope i da kamatna stopa zavisi, kako od novčanih, tako i od realnih tokova (što je suprotno neoklasičnoj tvrdnji da je

---

[144] S. Ghatak, Monetary Economics in Development Countries, The Macmillan Press, London, 1981, str. 174

[145] A. Leijonhufvud, O kejnzijanskoj ekonomici i o ekonomici, J.. M. Keynes, Centar za kulturnu djelatnost, Zagreb, 1983, str. 19.

[146] A. Leijenhufvud, On Keynesian Economics and the Economics of Keynes, Oxford University Press, 1968, str. 18-19.

[147] J. Tobin, Liquidity Preference as Behavior Toward Risk, Review of Economic Studies, februaie 1968.i Essays in Economic: Macroeconomics, Vol. 1, North-Holland, Amsterdam, 1971.

kamatna stopa, kao relativna cena kapitala, determinisana ponudom i tražnjom kapitala, a ne novčanim tokovima, koji određuju samo nivo cena).

U Tobinovom konceptu, novac je jedan od oblika imovine u portfelju, jer se novac drži kao ravnopravni oblik imovine.[148] Za Tobina je bitna kompozicija portfelja, kao i njegova promena, koja se, putem transmisionog mehanizma, prenosi na realne tokove. Pri tome, svaki oblik imovine u sastavu portfelja donosi vlasniku prihod: (a) premije za rizik, (b) profit i (c) vanredna dobit.

Keynes je doista prvi pokrenuo spor protiv oslanjanja na mere monetarne politike za postizanje stabilizacionih ciljeva. Stoga je doktrina o neefikasnosti monetarne politike postala čvrsto vezana sa Keynesovim imenom. Upadljiv prelaz od promenjenog okvira kvantitativne teorije novca iz "Trea-tisea" na analizu multiplikatora u "Opštoj teoriji", odnosno od pomeranja pažnje sa viška potražnje novca na višak ponude robe, ili rada, nedvosmisleno je pojačao utisak da je Keynes odjednom potopio monetarnu politiku. Ali, povezivanje Keynesovog napuštanja monetarnog pristupa određivanja dohotka između "Tracta" i "Trea-tisea" nije u skladu sa glavnom porukom "Opšte teorije" i ne odražava uverenje Keynesa da je "novac nevažan".[149] No, vanja se prisetiti da dogma neelastičnosti izdataka s obzirom na kamate, kao bolest monetarne politike, nije potekla od Cambridga nego od Oxforda, isto onako kao što je neelastičnost investicija s obzirom na kamate postala ključni argument za stav nove ekonomike, iako taj postulat nije ulazio u Keynesovu analizu.[150]

Odlučno preferiranje fiskalne politike u odnosu na potpuno oslabljenu zainteresovanost za "neefikasnu" monetarnu politiku predstavlja, u stvari, najdramatičniji aspekt kejnzijanske revolucije. No, valja naglasiti da je striktno zagovaranje mera fiskalne politike "proizvod" kejnzijanaca (Leijonhonfvud), jer je gotovo čitav korpus teorije fiskalne politike postkejnzijansko dostignuće (kao što su Lernorove funkcionalne finansije, Musgraveovo kompenzaciono finansiranje, deflaciono-inflacioni jaz, teoreme multiplikatora uravnoteženog budžeta, akceleratora u dohodno-rashodnom modelu idr.[151]

Tobin je u sve teorijske i empirijske rasprave unosio ubeđenje da se fiskalna politika ne može ignorisati i gurnuti u nebitan arsenal za realne ekonomske rezultate, skiciranjem modela dugoročnih posledica alternativnih politika finansiranja za akumulaciju kapitala i inflaciju.[152] U tom kontekstu, Tobin naglašava da

---

[148] J. Tobin, The Theory of Portfolio Selection, u F. Hahn i F. Brechling (Ed.), The Theory of Intrest Rates, Macmillan, London, 1965. i The Neutrality of Money in Growth Models, Economica, Vol. 34,1969.

[149] A. Leijonhufvud, O kejnzijanskoj ekonomici i o ekonomici J. M. Keynesa, Centar za kulturnu delatnost, Zagreb, 1983, str. 268-271. i Information and Coordination, Oxford University Press, N. York, 1981. str. 6.

[150] A. Leijenhufvud, op. cit. str. 270.

[151] A. Leijonhufvud, O kejnzijanskoj ekonomici i o ekonomici, J.M. Keynesa, Centar za kultumu djelatnost. Zagreb, 1983, str. 268-269, D. Wright, The Keynesian System,N. York, 1961, str. 83-85. i R. Lecachman (Ed.), Keynes's General Theory. Reports of Three Decades, N. York, 1964, str. 263-264.

[152] J. Tobin n W. Buitter, Long-Run Effects of Fiscal and Monetary Policy on Aggregate Demande, u J.

deficitarno finansiranje budžeta može da izazove ili inflaciju ili tzv. istiskivanje akumulacije kapitala, ali simultano provociranje inflacije i istiskivanje nije moguće. U inflaciji novac se čini manje privlačnom imovinom u poređenju sa štednjom u drugim oblicima. Stvarna i očekivana erozija novčanih fondova i nominalnih dugova putem inflacije dovode do njihove neatraktivnosti. U dugom roku, realni fondovi se prilagođavaju tražnji za javnom imovinom, pri čemu se nivo cena i stopa inflacije prilagođavaju državnoj ponudi.

U svom modelu Tobin [153] opisuje fiskalnu politiku pomoću parametra e, kao dela dohotka koji kupuje država, parametra t, koji se mobiliše putem poreza po odbitku transfera, i parametra l-γ, koji se finansira pomoću izdavanja kamatonosnih obveznica. Pri tome, realna stopa prinosa od novca (- i), kao negativna vrednost stope inflacije, realna stopa za obveznice (r(β), koja je određena tržištem, tržišna vrednost obveznica [1/ (r(β + i)], kao recipročna vrednost njihove nominalne stope prinosa, troškovi realne kamate novog duga (rd), kao ponderisani prosek realnih stopa gv (l-y)+(-i)y, i odnos ukupnog duga prema nacionalnom dohotku (d), uz prethodna tri fiskalna parametra (e, t i 1- y), daju identitet državnog budžeta:

$$e - t = (g - rd)d = [g - r(1 - \gamma) + i\gamma]d,$$

gde veličina g reprezentuje prirodnu stopu rasta.

Vlasnici bogatstva, veli Tobin, mogu držati kapital koji nosi realnu kamatnu stopu (rβ, pri čemu agregatni kapitalni koeficijent stoji u obrnutom odnosu prema ovoj stopi za k.(r_k) u ravnoteži stabilnog stanja. U stabilnom stanju, tražnja ovih oblika imovine u odnosu na ukupan dohodak predstavlja se kao funkcija f[Tk(l-t),rβ,-i,t] stopa prinosa po odbitku poreza i poreske stope - gde je J = K, B, M. U tom sklopu, veće oporezivanje smanjuje željeno bogatstvo, smanjuje ponudu javnog duga, povećava tražnju javnog duga, smanjuje tražnju kapitala. Porast poreske stope je antiinftatoran, ali izaziva tzv. efekat istiskivanja kapitala.

Diskusija o tome da li je fiskalna politika efikasno sredstvo za pozitivno uticanje na nivo zaposlenosti obogaćena je raspravom o tzv. istiskivanju tražnje privatnog sektora (crowding-out), uključujući razlike između realnog i finansijskog crowdinga.[154] U raspravama o potiskivanju sredstava za transakcione svrhe i

---

L. Stein (Ed.), Monetarism, Norlli-Holland, Amsterdam, 1976., Debt Neutrality: A Brief Review of Society, American Council of Life Insurance, Washington, 1979. i Fiscal and Monetary Policies, Capital Formation and Economic Activity, u G. von Furstenberg, The Govemment and Capital Formation, American Council of Live Insurance, Washington, 1979., J. Tobin, Essays in Economics: Theory and Policy, Vol. 3, MIT Press, Cambridge, 1982. i Deficit Spendingand Crowding Outin Shorterand Longer Runs. u A. I. Greenfield i dr. (Ed.). Economic Theory for Economic Efficiency: Essays in Honor of Abba P. Lerner, M.I.T. Press, Cambridge, 1979.

[153] J. Tobin. Akumulacija imovine i ekonomska aktivnost, Centar za kulturnu djelatnost, Zagreb, 1983. str. 80-81.

[154] W. Lachmann, Crowding-out die budgetrestriktion des staates: Eine kritik, Rredit und Kapital 1/82..str. 113-131. iR. J. Cebula, An Empirical Analysis of the ,.Crowding out" Effect of Fiscal Policy in the United States and Canada, Cyclos 4/78, str. 424-436.

efektima potiskivanja portfelja značaj budžetske restrikcije stupa u prvi plan, jer je moguć crowding-in, tj. unapređenje tražnje privatnog sektora. Pri tome, fiskalni multiplikator mora biti dugoročno pozitivan, iako stabilnost ekonomskog fenomena ne dovodi nužno do pozitivnog fiskalnog multiplikatora kao u teoriji Blinder-Solowa. No, u istraživanju realnog crowding-out-a državna restrikcija budžeta više ne igra ulogu, sobzirom na to da se kao važan faktor razvija investicioni multiplikator povećanja državnih izdataka. Pozitivan investicioni multiplikator dovodi do povećanja cena koje garantuju realan rast. Veća izdvajanja države uz simultano suzbijanje inflacije deluju pogoršavajuće na nivo zaposlenosti i mogu dovesti do opadanja realnog dohotka, a time i do povećanja nezaposlenosti.

Teorijska rasprava o efikasnosti fiskalne politike koriguje se, budući da postaje očigledna mogućnost jako divergirajućih dejstava poreza i javnih rashoda u okviru ekstremno pasivne ili aktivne monetarne politike.[155] Pri tome je od izuzetnog značaja pitanje da li se fiskus kod utvrđivanja novih kombinacija instrumenata orijentiše samo prema robnom tržištu ili prema novčanom tržištu preko efekata svojih aktivnosti. No, dokazano je da se dejstva poreza ne ograničavaju samo na tražnju dobara, jer se promenama poreskih tarifa utiče direktno na ponudu dobara, tražnju novca i ponudu novca. Usled toga neophodna je čvršća koordinacija monetarne politike centralne banke i fiskalne politike, kao korisna alternativa za politiku usmerenu na smanjenje inflatornih efekata, obezbeđenja pune zaposlenosti i promovisanja realnog rasta društvenog proizvoda. Doduše, čvršća koordinacija monetarne i fiskalne politike je imperativna u domenu deficitarnog budžetskog finansiranja javne potrošnje, u presecanju kauzaliteta fiskalnih deficita i inflacije, u eliminisanju posledica deficitarnog alimentiranja javne tražnje u ekonomske tokove reprodukcije, u blokiranju sprega javno finansijskih deficita, fiskalnog opterećenja i zajmovnog (internog i eksternog) sufinansiranja i u reviziji strategije deficitarnog finansiranja rekonverzijom deficitarnog finansiranja u suficitarno finansiranje i supstitucijom budžetskih debalansa fiskalnom reekvilibrizacijom.

[155] M. Rose, Fiscalpolitik bei aktiver und Zentralbankpolitik, Kredit und kapital, 1/82, str. 90-110.

GLAVA TREĆA

GEOFINANSIJE

1. MONETARNA I FISKALNA POLITIKA DRŽAVNOG INTERVENCIONIZMA

Monetaristi su protivnici državne intervencije i pristalice slobodnog tržišnog procesa. Kejnzijanci su, obrnuto, pristalice i pobornici državne intervencije i protivnici stihijnog delovanja tržišnog mehanizma. Kao protivnici državne intervencije, monetaristi ne misle da treba voditi kontracikličnu fiskalnu politiku; jer, kako veli Majer,[156] kontraciklična fiskalna politika može da izazove veći porast rashoda javnog sektora u periodu recesije nego smanjenje rashoda u periodu ekspanzije i da se, usled toga, javni rashodi kontinuirano povećavaju.[157] Doduše, Tobin, ukazujući na negativni odnos, tvrdi da inflacija ne može biti korišćena kao razlog za smanjenje budžeta, ukoliko fiskalna politika ima malo ili nikakvo dejstvo na dohodak. Nepoželjnost kontraciklične fiskalne politike je logična posledica monetarističkog shvatanja o stabilnosti privrednog sektora i boljim performansama slobodnog tržišta od državne intervencije u društvenoj reprodukciji. Pravilo o konstantnoj stopi monetarne ekspanzije isključuje potrebu za vođenjem diskrecione politike, jer ranije definisana Filipsova kriva ne omogućava optimalnih kombinaciju inflacije i nezaposlenosti. Stoga, upotreba novčane mase (a ne kamatne stope i bankarskih kredita), kao cilja monetarne politike, omogućava kreatorima ekonomske politike da se koncentrišu na upravljanje varijablom (tj. posvete novčanoj masi) koja je van domena delovanja tržišta, s jedne strane, te da prepuste utvrđivanje kamatne stope i bankarskih kredita slobodnom tržištu, s druge strane.[158] Najzad, monetarste izuzetno zabrinjava višestruka veza

[156] T. Mayer, The Structure of Monetarism, Kredit und Kapital 2/75, st. 191-218 i 3/75, st. 293-316.

[157] J. Tobin. The New Economics One Decade Older, Princeton, N. York. 1971, st. 63. Money and Economic Growth, Econometrica, Vol. 33, 1965, st. 67-684; A General Equilibrium Approach to Monetary Policy, Journal of Money, Creditand Banking, februar 1969, st. 15-29 i J.Tobin i W. Buiter, Fiscal and Monetary Policies, Capital Formation, and Economic Activity, u G. M. Von Furstenberg (Ed.), The Government and Capital Formation, Massachusetss, Cambridge, 1978, st. 73-151.

[158] R. Dornbuschi S. Fisher, Macroeconomics, Mc Graw-Hill, 1978, M. S. Goodfriend, an Alternate Method of Estimating the Cagan Money Demand Funclion in Hvperinflation Under Rational Expectations, Journal of Monetary Economics, januar 1982, st. 43-58., Y. C. Park, The Role of Money in Stabilization Policy in Developing Countries, Staff papers, juli 1973., E. Feige i D. K. Pearce, The Substitutability of Money and Near-Monies: A Survey of the Time-Series Evidence, Journal of Economic Literature, juni 1977, st. 439-469; J. G. Gurley, Financial Structures in Developing Economic, u „Fiscal and Monetary Problems in Developing States: Procedings of the Third Rehovoth Conference,

između inflacije i ekspanzije javnog sektora, iz tri razloga: prvo, inflacija povećava učešće javnog sektora (i iznuđuje porast javnih rashoda) ukoliko funkcioniše progresivan poreski sistem; drugo, suzbijanje inflacije može samo posredno da ograniči rashode javnog sektora, budući da se državni rashodi delimično povećavaju inflacionim finansiranjem, i, treće, finansiranje budžetskog deficita primarnom emisijom u pravilu involvira inflaciono dejstvo, koje, ako duže potraje, pokreće proces kontrole cena i nadnica.[159]

Ako pod čistim fiskalizmom podrazumevamo učenje, po kome "novac nema značaja", onda su (1) ekonomska dejstva fiskalnih mera nezavisna od načina finansiranja i (2) promene količine novca bez uticaja na nivo i dinamiku privredne aktivnosti (pod uslovom da fiskalne mere ne impliciraju bilo ubacivanje novog novca u privredne tokove bilo povlačenje novca iz privrednih sektora).

S druge strane, ako se pod čistim monetarizmom naziva učenje po kome "samo novac je važan", onda su (1) ekonomska dejstva promene količine novca u značajnoj meri nezavisna od načina na koji se povećanje ubacuje (ili povlači) u privredu i (2) zanemarljiva dejstva mera fiskalne politike na privredu, ako se izuzmu njihove monetarne posledice (Bronfenbrenner).[160] Ako je jedna ekspanzivna fiskalna mera (ekspanzija) praćena monetarnom ekspanzijom radi zadržavanja porasta kamatnih stopa i sprečavanja slabljenja multiplikatora, da li je - pita se Bronfenbrenner - posledično povećanje dohotka rezultat pomeranja krive IS ili pomeranja krive LM, odnosno fiskalne i monetarne ekspanzije. Odgovor svakako zavisi od elastičnosti datih funkcija prema kamatnoj stopi. Neelastično IS i/ili beskonačno elastično LM daje fiskalističke odgovore, a beskonačno elastično IS i/ili neelastično LM daje monetarističke odgovore.[161] No, zadržavanjem porasta nominalnih kamatnih stopa, monetarna politika treba da potvrdi vrednost ekspanzivne fiskalne politike. Definicija budžeta, priroda politike izdataka, stepen

---

D. Krivcine, N. York, 1967, st. 99 i Ph. Cagan, The Monetary Dynamics of Hyperinflation, u M. Friedman (Ed.), Studies tn the Quantity Theory of Money. University of Chicago press, Chicago, 1956, st. 25-117.

[159] C. Atkinson, Economics: The Science of Choice, R. D. Irwin, Homewood, 1983, S. B.Tayer, Regulation and lts Reform, Cambridge-Massachusets, Harvard University Press, 1982., D. F. Greer, Business, Govemment and Society, Macmillan, N. York, 1983., Ch. Kindleberger i J. P. Laffargue (Ed.), Financiai Crisis, Cambridge, Cambridge University Press, 1982. i T. Wilson i D. J. Wilson, The Political Economy of the Welfare State, G. Allen and Unwin, London, 1982.

[160] A. Blinder, Inventories inthe KeynesianMacro-Model, Kylos, decembar 1980, st. 585-614. i Inventorie and Sticky Prices: More on the Microfoundations of Macroeconomics, MIMEO, juli 1980, A. Blinder i S. Fisher, Inventories, Rational Expectattons, and the Busmess Cycle, Mime, septembar 1980., B.-Klein, Our new monetary standard: The reassessment and effects of price uncertainty, 1880-1973, Economic Inquiry, Vol. XIII, 1975, st. 461-484. i The Social Cost of the recent inflation: The mirage of steady anticipated inflation, Journal of Monetary Economics, 2/76, st. 185-212.

[161] Mundel-ova podela instrumenata prema ciljevima (fiskalna politika za internu ravnotežu, monetarna politika za eksternu ravnotežu) nije dovoljna za argumentovano distanciranje monetarizma i fiskalizma (R. A. Mundell. The Appropriath use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability, Staff Papers, mart 1962.).

reagovanja poreskih prihoda i pretpostavke o međusobnoj zamenljivosti različitih vrsta aktive utiču na formulisanje različitih teza (Brunner).

Monetaristi po mišljenju Cagana,[162] tvrde da davanje prednosti fiskalnoj politici, kao instrument ekonomske politike, za ublažavanje ekonomskih fluktuacija, predstavlja grešku, ali ne tvrde da fiskalna politika nema nikakvog efekta. Fridman je svojevremeno (1948. god.) istakao značaj automatskih efekata budžetske politike na kratkoročnu stabilizaciju, jer pojedine fiskalne mere (npr. rashodi) mogu efikasno da posluže u pojedinim fazama ekonomskog ciklusa, pogotovu ako se uzmu u obzir zakašnjenja dejstva monetarne politike. Zalaganje Fridmana za tzv. nediskrecionu fiskalnu politiku je nešto drugo, što ne sme da znači totalno negiranje potencijala aktive diskrecione fiskalne politike. Monetaristi se, dakle, zalažu samo za promenu redosleda prioriteta primene monetarne politike u odnosu na fiskalnu politiku.

S druge strane, monetaristi su skeptični u pogledu rezultata primenjene fiskalne politike, koju fiskalisti često glorifikuju. Promene nivoa javnih rashoda, koje, po pravilu, kasne, usled administrativnog time-lagasa, i promene poreskih stopa na koje se fiskalna stabilizacija prenaglašeno koncentriše, u praksi se neizvesno reprodukuju na rashode i potrošnju. S druge strane, promene poreskih stopa (koje vlade često povećavaju ili smanjuju), ne mogu se uvek kontrolisati usled njihovih efekata na raspodelu dohotka. Nije moguće, isto tako, kontrolisati i budžetske dsficite usled nemogućnosti čvrstog povezivanja promena u javnini rashodima i fiskalnim prihodima, promena u fiskahiim i ekonomskim tokovima i promena u neinflatornom finansiranju fiskalnih mera. Usled toga, monetaristi smatraju da diskrecione fiskalne promene nisu potrebne kao instrument ekonomske stabilizacije u toku višegodišnje primene stabilnog monetarnog rasta.[163]

Da li je stabilna novčana masa uticala na stabilizaciju privrede, pitanje je od esencijalnog značaja za monetariste, koji su uvek spremni da tvrde da politiku stabilizacije treba izbegavati čak i kada ravnomerno povećanje novčane mase ne doprinosi stvaranju stabilnih uslova u privredi.[164] Ova tvrdnja proističe iz

---

[162] Ph. Cagan, Monetarism in Historical Perspective, Kredit und Kapital, No. 2, 1976, st. 154-163.

[163] E.F. Fama, Short-Term Interest Rates as Predictors Inflation, Anierican Economic Review, juni 1975. i Stock Returns, Real Activity, lnfiation and Money, American Economic Review, septembar 1981; 1. Hicks. Moncy, Interest and Wages - Collected Essays on Economic Theory, Oxford, Basil Btackwell, 1982., D. Patinkin, Keynes and Econometrics: On the Interaction Between the Macroeconomic Revolution of tiie Interwar Period, Econometrica. novembar 1976, st. 1041-1124. J. Tobin, Money and Economic Growth, Econometrica, oktobar 1965, st. 671-684., Banque des reglements internationaux, Cinquante-deuxime rapport annuel, Bale, juni 1982. i B. Friedman, Stability and Ralationality Models of Hiperinflation, Internalional Economic Review, februar 1978, st. 45-64. i Price Inflation, Portfolio Choice, and Nominal Interest Rates, American Economic Review, mart 1980, st. 32-48.

[164] F. Modigliani, The Life Cycle Hipothesis of Saving Twenty Years Later, u M. Patinkin i A. R. Nobay (Ed.), Connexporary Issues m Economic, Manchester University Press, 1975. i Monetary Policy and Cosumption: Linkages via lntcrest Rale and Wealth Effects in the FMP Model, u „Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages", Federal Reserve Bank of Boston, juni 1971; F. Modigliani i A. Ando, Impact of Fiscal Aclions in Aggregate income and the Monctarist Controversy, u J. L. Stein (Ed.), Monetarism, North-Holland, Amsterdam. 1976, st. 17-42.

činjenice da nepredvidljivo promenljiva odgođena dejstva i nepredvidljivi budući poremećaji onemogućavaju formulisanje odgovarajuće političke stabilizacije. Zbog toga politika stabilizacije u praksi deluje destabilizirajuće. Mnogi monetaristi, ističe Meltzer, tvrde da u praksi ekspanzivna fiskalna politika iskazuje realni kapital, smanjuje dugoročnu vrednost proizvodnje po radniku, podstiče razvoj javnog sektora i ograničava ekonomsku slobodu. Meltzerova proučavanja kontraciklične politike reflektuju razliku u empirijskoj proceni, kako dugoročnih, tako i kratkoročnih kejnzijanskih dejstava. Naime, monetaristi i kejnzijanci različito ekspliciraju nezaposlenost različito značenje pridaju problemu nezaposlenosti i različito ocenjuju ulogu vladinih mera u otklanjanju nezaposlenosti, različito objašnjavaju fluktuacije zaposlenosti i funkcionisanja tržišta radne snage, nejednako gledaju na ekonomsku politiku i stabilizaciju.[165]

Savremeni monetarizam, smatra Meltzer, u osnovi ne negiraju kratkoročna realna dejstva fiskalne politike na relativne cene i realnu tražnju, ali dovode u pitanje trajnost i pouzdanost fiskalnih dejstava i dugoročnu cenu postizanja kratkoročnog povećanja proizvodnje putem fiskalne ekspanzije.[166] U pojedinim modelima (npr. MPS ili FRB-MGT) čak pokazuju da se realna dejstva fiskalne politike iscrpljuju posle relativno kratkog perioda.

Konferencija o monetarizmu na Braun Univerzitetu 1974. god. (čije je materijale i komentare Stein sistematizovao u svom delu "Monetarism", 1976. god.) nije osporila značaj novca, iako su fiskalisti istakli da glavni ekonometrijski modeli pokazuju značajan efekat promena javnih rashoda i fiskalnih stopa (Cagan). Doduše, uz konstantnu novčanu masu, fiskalna dejstva na teorijskom planu zavise od elastičnosti tražnje u vezi sa promenama kamatnih stopa, (pošto je dejstvo javnog deficita na kamatne stope potrebno radi podržavanja rasta rashoda) i od respektovanja budućih poreskih stopa u pogledu kamate na obveznice (s obzirom da se zaduženost javnog sektora može rekompenzovati povećanjem štednje poreskih obveznika).[167] No, i pored toga, sve to čini veličinu dugoročnog dejstva fiskalne politike neizvesnim (Cagan),[168] jer su različiti fiskalni efekti u pogledu imovine neizvesni.[169] Naime, početni uticaj promena javnih rashoda

---

[165] M. J. Hamburgeri R. Reisch, Inflation, Unemployment and Macroeconomic Policy in Open Economics: An Empirical Analysis, Carnegie-Rochester Conference, Series 4, Journal of Monetary Economics, Suplement, 1976, st. 311-339, D. Laidler, Inflation-Alternative Explonations and Policies: Test on Data Drewn from Six Countries, Carnegie-Rochester Conference, Series 4, Journal of Monetary Economics, Suplement, 1976, st. 251-307. i A. Coddington, Keynesian Economics:The Search for First Principles, Journal of Economic Literature, Vol. 14, 1976, st. 1258-1273.

[166] A. S. Blinderi R. M. Solow, Does Fiscal Policy Matter? AReply, Journal of Monetary Economics. No. 2, 1976, st. 501-510. i Does Fiscal Policy Matter?, Journal of Public Economies, No. 2,1973, st. 319-337. i A. S. Blinder i R. M. Solow i dr., The Economic of Public Finance, The Brookings Institution, Washington, 1973, sl. 3-119.

[167] Levis A. Kochin, Are Future Taxes Anticipated by Consmners? Journal Of Money. Credit and Banking, avgust 1974, st. 385-394.

[168] Ph . Cagan i A. Gandolfi, The Lag in Monetary Policy as Implied by the Time Pattern of Monetary Effects on Interest Rates, A. E. R. maj 1969, st. 277-284.

[169] Lawrence N. Mayer-William R. Hart, On the Effects of Fiscal and Monetary Policy: Completing the

javlja se preko kompenzacije (vezane za finansiranje date fiskalne mere) kod potrošnje. Stoga se efekat kratkoročno posmatran, čini mnogo većim. Ali, kratkoročni efekat poreskog sniženja usled svoje privremenosti je neizvestan, usled efekata multiplikatora javnih rashoda u kratkom roku, brzine kompenzacije i time-lagsa.

Monetaristički stavovi, koji ne zavise od efekata imovine, plediraju na sasvim suprotnu sliku vremenskog rasporeda dejstava, koji se kumuliraju u dugoročan efekat (iako kratkoročno zakašnjavaju). Dugoročno posmatrano, promene novčane mase izazivaju tendenciju stvaranja srazmerne promene ukupnih rashoda bez većih kompenzacija monetarnih efekata na tražnju.[170]

Promene tražnje novca usled promene kamatne stope reprezentuju samo kratkoročnu kompenzaciju. Eventualni endogeni karakter novca, monetaristi ne poriču, iako tvrde da samo pravilno kontrolisani novac može kontrolisati agregatnu tražnju. I, po zaključcima tendema Friedman-Schwartz, novac i dalje može biti potencijalni izvor poremećaja u privredi SAD, ukoliko se pravilno ne kontroliše.

Brunner-Meltzerova analiza pripisuje različite uloge fiskalnoj politici na kratki i dugi rok.[171] Ona ne spori uticaj fiskalne politike na proizvodnju i nivo cena, već ukazuje na različito i verirajuće dejstvo fiskalnih mera u posmatranom periodu. U kratkom roku, povećanje izdataka javnog sektora povećava proizvodnju privrednog sektora, obrnuto srazmerno reagovanju cena na promene proizvodnje, koje zavisi od izmena predviđanja uzrokovanih fiskalnim ekspanzionizmom. Ako su predviđanja cena i nadnica usklađena sa fiskalnom politikom, onda nivo cena neutrališe povećanje tražnje proizvoda i radne snage od strane javnog sektora bez provociranja promena nivoa proizvodnje privrednog sektora. Ali porast tražnje javnog sektora indukuje tzv. istiskivanje tražnje privatnog (privrednog) sektora i redukuje apsorpciju proizvodnje privrednog sektora. Brunner-Meltzerova analiza je, prema tome, u suprotnosti sa sistemom IS-LM u kome je položaj krive LM dovoljan uslov za kratkoročno istiskivanje tražnje. Analiza naglašava značaj nagiba krive tražnje robe i reagovanje predviđanja nominalnih nadnica i cena na fiskalne mere, a na značaj nagiba krive LM koja nominuje pravce kretanja tražnje novca. Dejstvo fiskalne politike na proizvodnju u kratkom roku implikuje relativno malu elastičnost formiranja cena u odnosu na proizvodnju (tj. ravnu krivu ponude proizvodnje).

Economy, American Economic Review, septembar 1975, st. 762-767.

[170] W. E. Gibson, Demand and Supply Functions for Money: A Comment, Econometrica, Vol. 44,1976. i E. Burmeisler i S. J. Turnovsky, The Specification of Adaptive Expectations in Continous Time Dynamic Economic Models, Econometrica, Vol. 44,1976., J. Niehans, Thc Theory of Money, Baltimore, 1978.

[171] K. Brunner i FI. Meltzer, An aggregative Theory for closed Economy, u J. L. Stein (Ed.), Monetarism, North-Holland, Amsterdam, 1976, st. 69-103., L. C. Anderson and K. M. Carlson, A Monelarist Modfi for Economic Stabilization, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, juni 1970. i J. L. Stein, Inside the Monetarist Black Voh. u J. L. Stein (Ed.), Monetarism. North-Holland, Amsterdam, 1976, st. 183-232.

Negativno istiskivanje tražnje privrednog sektora i efekat multiplikatora pojavljuju se samo u slučaju ravnih krivih tražnje i povratnog dejstva preko finansijskog tržišta, dok se pozitivno istiskivanje tražnje datog sektora, javlja samo u slučaju poremećenih uslova.

U srednjoročnim opservacijama, povratno dejstvo preko budžetskih odnosa povezuje posledice sa merama fiskalne politike, pri čemu se kratkoročno dejstvo fiskalnih mera dopunjuje dejstvom porasta finansijskih resursa (Brunner).[172] Ukupno fiskalno dejstvo, prema tome, jednako je kratkoročnom dejstvu fiskalnih mera i finansijskom dejstvu. Faktori kratkoročnog dejstva fiskalnih mera na nivo proizvodnje i nivo cena određuju stepen srednjoročnog reagovanja fiskalne politike. U srednjoročnom periodu dolazi do usklađivanja finansijskih sredstava za stanjem fiskalne politike. Ali, idući ka dugoročnijem periodu, povećava se neravnoteža istiskivanja tražnje privrednog sektora, u zavisnosti od toga da li je postojeći nivo proizvodnje ispod ili iznad nivoa normalne proizvodnje. Jer, u slučaju odstupanja proizvodnje ispod, odnosno iznad normalne proizvodnje fiskalna ekspanzija akceleriše proces približavanja tački normalne proizvodnje, odnosno izaziva samo privremeno povećanje obima proizvodnje; jer, fiskalne mere deluju samo na kratkoročni i srednjoročni obim proizvodnje privatnog sektora. Međutim, savremena fiskalna analiza pokazuje da se problem ne postavlja samo u kratkoročnom istiskivanju tražnje privatnog sektora. Naime Brunner i Meltzer su analitički pokazali da za svaku kombinaciju fiskalnih mera, postoji dugoročna količina finansijskih sredstava i dugoročni nivo cena, s tim što je sa svakom mogućom kombinacijom fiskalnih mera povezan nivo nominalne proizvodnje, koji je opredeljen dugoročnim intenzitetom kapitala, normalnom stopom nezaposlenosti i normalnom ponudom radne snage u privatnom sektoru. Fiskalne mere, u tom kontekstu, deluju na determinante nomialne proizvodnje, budući da povećanje realnih izdataka fiskalnog sektora redukuje nivo normalne proizvodnje.

Izdaci javnog sektora, dakle, obaraju nivo normalne proizvodnje, s obzirom na to da izazivaju dugoročno istiskivanje tražnje privatnog sektora.[173] Problem dugoročnog istiskivanja tražnje privatnog sektora javlja se u uslovima dominacije budžetske politike, pa čak i kada egzistira realni kratkoročni efekat multiplikatora.

Suprotno od Brunner-Meltzerove analize, Tobin, Buitter, Modigliani i Ando negiraju kratkoročno i dugoročno istiskivanje tražnje privatnog sektora i pokazuju da porast realnih izdataka javnog sektora povećava dugoročnu proizvodnju i dugoročne zalihe realnog kapitala.[174]

---

[172] K. Brunner i A. Meltzer, Reply-Monetarism: The principles issues areas of agreement and the work remaining, u J. L. Stein (Ed.), Monetarism, North-Holland, Amsterdam, 1976, st. 150-182. i M. Friedman. Comments on the Critics. u R. J. Gordon (Ed.), Milton Friedman's Monetary Framework, The University of Chicago Piess, Chicago, 1974, st. 140.

[173] K. Brunner i A. Meltzer, op. cit., st. 150-182.

[174] J. Tobin and W. Buitter, Long-run effects of fiscal and monetary policy on aggregate demande, u J. L. Stein (Ed.), Monetarism, North-Holland, Amsterdam, 1976., st. 273-309, W. Buitter, The Long-Run

Mayer, po Frischu, zanemaruje tzv. "crowding-out" efekat (tj. efekat istiskivanja tražnje privatnog sektora), koji Stein smatra za glavnu razliku između monetarista i neokejnzijanaca. Crowding-out efekat pokazuje da izdaci javnog sektora koji se ne finansiraju stvaranjem novca nego povećanjem poreza i/ili porastom zaduživanja imaju za posledicu smanjenje izdataka privatnog sektora, koji delimično ili u potpunosti kompenzuju povećane izdatke javnog sektora.[175] Zanemarivanje crowding-out efekta izražava optimizam u odnosu na stabilizacionu politiku javnog sektora, dok njegovo isticanje povlači suprotnost. Sem toga, ovaj efekat je kriterijum za razlikovanje između monetarista i neokejnzijanaca.[176]

Crowding-out, kao relativno nov fenomen, označava efekat istiskivanja privatnih investicija iz finansijskih tokova u uslovima rastućih javnih dugova i kamatnih stopa na tržištima kapitala.[177]Ovaj tzv. crowding-out efekat nastupa usled ekspanzije javnog sektora, pošto udeo novca namenjenog transakcijama, koji raste uporedo sa dohotkom, dovodi do smanjenja udela novca namenjenog očuvanju likvidnosti, pa, prematome, i do povećanja kamatne stope, koja obara nivo pirivatnih investicija.[178] Efekat istiskivanja može biti izbegnut samo u uslovima, kada je tražnja novca za transakcije niska, funkcija preferencije likvidnosti elastična i investiciona funkcija neelastična. Drugim rečima, eliminisanje negativnih efekata budžetskog deficita na rast nacionalnog dohotka posredstvom rastuće kamatne stope, koja istiskuje privredni sektor na tržištu kapitala, zahteva

---

Effects of Fiscal Poliey, Econometric Research Program. Research Memorandum, No. 187, oktobar 1975.1J. Tobin, Repply - Is Friedman a monetarist, u R. L. Stein (Ed.), Monetarism, op. cit., st. 332-336. i F. Modigliani i A. Ando, Impacts of fiscal actions on aggregateincome and the monetarist controversy: theory and evidence, u T. L. Stein (Ed.), op. cit., st. 17-42.

[175] Opširnije o tome videti: W. N. Buitter, „Crowding Out" and the Effectiveness of Fiscal Policy, Journal of Public Economics, juni 1977, st. 309-328; G. Tulio, Fiscal Deficits, Monetary Grovrth and Under Flexible Exchange Rates. The Italien Ehrepepse, Economic Notes by Monte dei Paschi di Siena, 3/81, st. 37-57., E. K. Browning, Public Finance and the Price System, Macmillan, N. York, 1983., J. C. Van Home, Gestion et politique financiere, tom I i II, Dunod, Paris, 1981., OECD, Financemcnt du deficit budgetaire et controle monetaire, Paris, mart 1982., La gestion de la dette publique. Instruments de la dette et techniques de placement, tom II Paris, maj 1983. i La gestion de la dette publique. Objectifs et techniques, tom 1, Paris, mart 1982. i D. R. Stephenson, Fiscal Influencein the Canadian Economy, u „Public Sector Deficits". Cuirent Problems and Policies", Bauouc des Reglements internationaux, Bale, 1977.

[176] B. Friedman, Optimal Expecations and the Extreme Infomiation Assumptions of Rational Expectations Macromodels, Journal of Monetary Economics, januar 1979., R. G. Anderson i R. H. Rasche, What do Money Models Tell as about how to Implement Monetary Policy?, Journal of' Money, Credit and Banking. 4/83, st. 796-828. i A. Coddingdon. Keynesian Economics, Journal of EconomicLiterature. Vol. 14.1976, st. 1258-1273. i D. Lanvi i E. C. Suss, Exchange Rate Variability: Alternative Measures and Interpretation, Staff Papers 4/82. st. 527-560.

[177]Hellen Baumer, Crowding-out: une menace pour les investissements prives, Le Mois economique et financiere, novembar 1982. i W. H. Buitter, Crowding-out and fiie Effectiveness of Fiscal Policy, Journal of Public Economics, juni 1977.

[178] C. T. Taylor, Crowding-out: Its Meaning and Significante, u S. T. Cook i P. M. Jackson, Current lssues in Fiscal RoNsu, M. Robertson, Oxford, 1979, st. 84-104. i P. Burrows, The Government Budget Constraint and thc Monetarist-Keynesian Debate, u S. T. Cook i P. M. Jackson, Curreut Issues in Fiscal RoNsu, M. Robertson. Oxford, 1979, st. 62-66.

komplementarnu fiskalnu politiku sa ekspanzivnom monetarnom politikom koja sprečava povećanje kamatne stope.[179] Međutim, ekspanzivna monetarna politika u koegzistenciji sa budžetskim deficitima pojačala bi samo inflatorne tenzije,[180] dok bi rastuća stopa inflacije uvela rastući trend nominalne kamatne stope. U celini posmatrano, porastu javnog zaduživanja preti visok porast kamatne stope, tako da između ovih fenomena postoji uska veza na kratak rok.[181] Akceleracija javnog zaduživanja na finansijskim tržištima praćena restriktivnom monetarnom politikom podržava relativno visok nivo realne kamatne stope.[182] No, neophodni resursi za finansiranje budžetskih deficita pritiskaju finansijska tržišta, budući da restriktivne monetarne politike[183] onemogućavaju upotrebu primarne emisije umesto javnog duga. Država, u načelu, može da izbegne tzv. efekat istiskivanja (l'effet d'eviction ili crowding out-effect) na dva načina: (a) pribegavanjem monetarnim kreacijama i/ili (b) pribegavanjem Eksternom zaduživanju.[184] Na taj način država koči rast kamatne stope. Italija se obično ističe po korišćenju primarne emisije za pokriće budžetskog deficita, nezavisno od rastuće inflacije, dok se Danska ističe po korišćenju stranih zajmova. No, u uslovima restriktivnog kursa i, ostale zemlje OECD sve više pribegavaju stranom zaduženju za finansiranje budžetskog deficita, naročito od 1981. god. (kada Nemačka i Japan izbijaju u prvi plan). Tokovi pozajmljivanja međunarodnog kapitala doprinose stabilizovanju kamatnih stopa na domaćim tržištima kapitala, jer se povećava ponuda novca preko konverzije stranog novca u domaći novac.

Da li fiskalna politika predstavlja sredstvo ekonomske politike za pozitivno delovanje na nivo zaposlenosti je esencijalno pitanje, koje je obogaćeno raspravom o istiskivanju tražnje privatnog sektora (crowding-out).[185] No, u raspravi o crowding-out mora se praviti razlika između reahiog crowding-outa i finansijskih efekata crowdinga, jer u raspravama o potiskivanju sredstava za transakcione svrhe i o efektima potiskivanja portfelja značaj budžetske restrikcije

---

[179] R. A. Musgrave and P. B. Musgrave, Public Finance in Theory and Practice, McGraw-Hill. Tokuo, 1980, st. 605-608.

[180] R. Eisner, Fiscal and Monetary Policy Reconsidered, American Economic Review. decembar 1969. i A. S. Blinder and R. M. Solow, Does Fiscal Policy Matter? Journal of Public Economics, novembar 1973.

[181] A. Verde, Crowding out once more: an attempe toestimate its size in Italy, 1974-1977, Banco di Roma, Reviee of economic conditions in Italy, No. 2, 1979. i R. A. Mundele i A. K. Swoboda, Monetary Problems of the International Economy, Chicago-London, The University of Chicago Press, 1970.

[182] L'effet d'eviction des emprunts d'Etat sur les marches financiers, Problemes economiques, No. 1800, decembar 1982.

[183] K. M. Carlson i R. W. Spencer, crowding Out and its Critics, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, Vol. 47,1975, st. 2-17., C. Christ, A Simple Macroeconomic Model with a Government Budget Restrant, Journal of Political Economy, Vol. 76, 1968, st. 53-67., J. Stein, Money and Sarasku Growth, Journal of Political Economy, vol. 74, 1966, st. 451-465.

[184] F. Brechling i J. N. Wolfe, The End of Stop-go. Lloyds bank Review; januar 1965, R. J. Cebula, An Empirical Analysis of the Crowding-ouf' Effect of Fiscal policy in the United States and Canada, KycIos 4/78, st. 424-436.

[185] W Lachmann, Crowding-out und die Budgete-Striktion des Staates: Eine Kritik. Kredit und Kapital 1/82, st. 113-131.

stupa u prvi plan, iako je moguć i tzv. crowding-in (tj. Unapređenje tražnje privatnog sektora). Pri tome, fiskalni multiplikator mora biti dugoročno pozitivan, iako stabilnost ekonomskog fenomena nužno ne dovodi do pozitivnog fiskalnog multiplikatora kao u teoriji Blinder-Solowa. Ali, realni crowding-out je relevantniji od finansijskog crowding-outa, jer u realnom modelu državna restrikcija budžeta ne igra više važnu ulogu. Sada se investicioni multiplikator povećanja državnih izdataka razvija kao važan faktor. I, ukoliko je pozitivan, utoliko dolazi do povećanja cena koje garantuju realni rast. No, veća izdavanja države uz simultano suzbijanje inflacije deluju prigušujuće na nivo zaposlenosti i čak mogu dovesti do opadanja realnog dohotka, a time i do povećanja nezaposlenosti[186] Mayer, u svojoj ekspoziciji privremenog bilansa karakterističnih postavki savremenog monetarizma, nije obratio pažnju na tzv. crowding-out efekat, koji, reflektujući dejstvo različitih metoda finansiranja budžetskog deficita, dovodi do ekstremnih polarizacija monetarista i neokejnzijanaca (Frisch). Metodi finansiranja budžetskog deficita u pravilu indukuju inflatorno ili neinflatorno alimentiranja javno finansijskih deficita. Naime, finansiranje budžetskog deficita kreiranjem novca, po prirodi stvari, egzistira inflatorni pritisak, dok finansiranje deficita javnog sektora kreditima nefinansijskih sektora ima pritisak na povećanje kamatne stope.[187] Svojevremeno su tvorci ekonometrijskog modela St. Louis (Anderson i Carlson),[188] naglašavajući crowding-out efekat, istakli činjenicu da izdaci javnog sektora, koji nisu finansirani povećanjem poreza i državnih zajmova i koje ne prati povećanje novčane mase, uzrokuju istiskivanje izdataka privatnog sektora. Naime, ukoliko država smanjuje poreze i alimentira budžetski deficit prodajom državnih obveznica, utoliko se povećava struktura finansijske aktive i koeficijent obveznice/novčana masa. Tržište obveznica, u tom slučaju, može biti u ravnoteži samo ukoliko se povaćava tržište kamata.[189] Povećana tržišna kamata na robnom tržištu involvira suprotne efekte, i to: pozitivan efekat imovine na funkciju izdvajanja obrazac negativan crowding-out efekat obrazac.[190] U ovom kontekstu, crowding-out efekat može biti veći ili manji od efekata imovine, i, eventualno, da bude kompenzovan. No, suprotni efekti su bitni za formulisanje razlika između

---

[186] M. N. Baily, Inflation and Social Security Financing, Brookings Instalation, Washington, 1980., A.Bain, The Economics of the Financial System, M. Robertson, Oxford, 1981., R. I. Barro, The Impact of Social Security on Private Savings, Amcrican Enterprise Institute, Washington, 1978. i B. R. Dafflon, L'analyse macroeconomique de la dette publiques, Ed. Universitaires, Fribourg, 1973.

[187] M. Friedman, Comments on the Crities, u R. J. Gordon, „Milton Friedinan's Monetary Framework", The University of Chicago Press, Chicago, 1974, st. 140

[188] L. C. Anderson i K. M. Carlson, A Monetarist Model for economic Stabilization. Federal Reserve Bank, St.Louis, 1970.

[189] M. W. Keran, Monetary and Fiscal Influences on Economic Activity. The Historical Evidence, Federal Reserve Bank St. Louis, Review, novembar 1969, st. 5-24., A. S. Blinder i S. Fischer. Inventories, Rational Expectations, and the Business Cycle, Journal of Monetary Economics, novembar 1981. st. 277-304.

[190] Veličina fin/30 meri efekat promene koeficijenta obveznice/novčana masa na tržišnu kamatu (J. L. Slein, Inside the Monetarist Black Voh, u J. L. Stein (Red.), Monetarism. Studies in Monetary Economics, Vol. I, North-Holland, Amsterdam, 1976, st. 193.

monetarističke i neokejnzijanske škole, jer prihvatanje ili neprihvatanje crowding-out efekta distancira monetariste od fiskalista (smatra Stein): obrazac (monetaristi) i obrazac (fiskalisti)[191]i, doista, ukoliko se efekat budžetskog deficita (finansijskih zajmova nefinansijskh sektora) ne pokaže pozitivnim, onda se dati model ima smatrati monetarističkim i, obrnuto, ukoliko se pokaže pozitivnim, onda se mora smatrati fiskalističkim (kejnzijanskim).[192]

Nedavno su Modigliani i Ando pokušali da procene dejstvo crowding-out efekta. U sklopu empirijske provere u simulacionom modelu, ovi autori su pokazali da je crowding-out efekat, kao posledica monetarnog impulsa, samo jedan od mnogih efekata, koji se javljaju u procesu finansiranja porasta izdataka javnog sektora plasiranjem obveznica:[193] direktno dejstvo na realni dohodak, indukovani efekat potrošnje, efekat akceleracije, efekat cena, efekat imovine, crowding-out efekat i efekat realne količine novca (Pigou-Patinkinov efekat). Modigliani i Ando su, u tom sklopu, posebno dokazali da crowding-out efekat deluje restriktivno, tako da se realni dohodak, koji se u početku povećava pod dejstvom monetarnog impulsa, vraća ka polaznoj situaciji. Iz tih razloga, neokejnzijanci su skloni zanemarivanju crowding-out efekta radi optimističkog gledanja na politiku stabilizacije javnog sektora s ciljem suprotstavljanja Mayerovoj monetarističkoj postavci o odbacivanju vladinog intervencionizma u ekonomskoj politici.

U kontroverzi monetarista i fiskalista, teorijske pozicije su u poslednjoj deceniji toliko konvergirale u procesu tretiranja pojedinih problema tako da je teško indentifikovati šta je više monetaristicko, a šta kejnzijansko.[194]Gledišta su izuzetno približena u okviru analize dejstva na kratak rok, jer kratkoročno orijentisane mere stabilizacione politike koncepcijski bitno ne divergiraju. U uslovima visoke stope inflacije i visoke stope nezaposlenosti, problem redukcije nezaposlenosti, bez intervencionističke pomoći javnog sektora zahteva duže vreme, a problem brze redukcije stope smanjenja preko vezivanja novčane mase za monetaristička pravila, indikuje porast nezaposlenosti.[195] Iz tih razloga, monetaristi smatraju da je fiskalisticki orijentisana politika stabilizacije efikasnija, pa, stoga, i prihvatljivija i poželjnija.

---

[191] Simbol π reprezentuje stopu inflacije.

[192] Cagan Monetarism in Historical Perspective, Kredit und Kapital, No. 2, 1976. st. 154-163.

[193] F Modigliani i A. Ando, Impacts of Fiscal Actions on Aggregate Income and the Monetarist Controvery: Theory and Evidence, u J, L. Stein, Monetarism, North-Holland, Amsterdam, 1976, st. 25, T. F. Pogue i L. G. Sgontz, Government and Economic Choice, Boston, Houghton Mifflin, 1978., R. W. Tresch, Public Finance, Plano, Texas, Pusiness Publications, 1981, P. Erdos, Wages, Proflt and Taxation, Akademiqi Kiado, Budapest, 1982, i A. Atkinson i I. Sliglitz, The Structure of indirect Taxation and Economic Efficiency, Journal of Public Economics, 1/72, st. 97-119.

[194] R. Mueller i W. Roeck, Konjunktur and Stabilisie rungspolitik, Stuttgart, Kohlhammer, 1976., D. F. Green, Business, Government, and Society, N. York, Macmillan. 1983. i F. Girault i R. Zisswiller. Finances modemes theorie et pratique. tom I i II, Dunod, Paris. 1973.

[195] Fellner, Criteria for Useful Targeting: Money Versus the Base and Other Variables, Journal of Money, Credit and Banking 4/82, st. 641-660. i G. Macesich, Monetarism. Theory and Policy, Praeger. N. York, 1983.

Za razliku od teorijskih pozicija, koncepcije ekonomske politike monetarista i fiskalista su mnogo opširnije skicirane i polarizovane. Divergirajuća shvatanja u ekonomskim koncepcijama naročito dolaze do izražaja u domenu ekonomske politike regulisanja prioriteta stabilizacione politike i sprovođenja monetarne politike.[196] U pogledu politike regulacije, monetaristi se razlikuju od fiskalista, upravo po tome što prvi nisu naklonjeni državnoj intervenciji (već slobodnom tržištu i privatnom sektoru koji je prepušten sam sebi), dok drugi veruju u neophodnost globalne politike stabilizacije kojom se ekonomski proces kontroliše radi postizanja određenih ciljeva.

Sa stanovišta prioriteta u stabilizacionim ciljevima monetaristi pridaju veći značaj inflaciji nego zaposlenosti, pošto ih štetne posledice neanticipirane inflacije u odnosu na negativna dejstva nezaposlenosti više zabrinjava nego kejnzijance. Između dva zla (dakle, između inflacije i nezaposlenosti) monetaristi biraju inflaciju za prioritet u stabilizacionoj politici konsekventnim aktiviranjem pravila rasta novčane mase uz mirenje sa rastućom stopom nezaposlenosti (usled pretpostavke realne Filipsove krive o nemogućnosti za smanjenje nezaposlenosti na štetu inflacije). Suprotno od monetarista, kejnzijanci, zabrinuti rastućom nezaposlenošću, odbacuju regulisanje novčane mase na osnovu monetarističkog pravila, zalažu se za intervencionalističku fiskalnu politiku (radi stabilizacije nivoa zaposlenosti) i mire se povećanjem cena; dakle, za prioritet u stabilizacionoj ekonomskoj politici biraju nezaposlenost, a ne inflaciju. Možda su, stoga, britanski monetaristi i fiskalisti više u pravu, pošto inflaciju, odnosno nezaposlenost smatraju ciljem makroekonomske, odnosno mikroekonomske politike (monetaristi) i, obrnuto, inflaciju, odnosno nezaposlenost mikroekonomskim, odnosno makroekonomskim ciljem politike (fiskalisti) .[197]

Sa stanovišta pravila sprovođenja monetarne politike, fiskalisti odbacuju vezivanje novčane mase za utvrđena pravila, ali ne poriču uticaj monetarne politike na tražnju preko kontrole kamatnih stopa. Kejnzijanci zapravo tvrde da je ekonomski proces tendencijski nestabilan i da se diskrecionom ekonomskom politikom može postići veći stepen stabilnosti. Pripisujući veći značaj fiskalnoj politici, kejnzijanci smatraju da nju treba koristiti radi neposrednog delovanja na tražnju preko varijacija izdataka i posrednog delovanja na tražnju preko varijacija kamatnih stopa.

---

[196] R. W. Goidsmith, Financial Structure and Development, Yale University Press, 1969, st. 93, J. C. Di Tata, Credibility Gaps and Persistent Disequtlibria. Some Jiniguing Ideas, Banco Central de la Republica Argentina, 1983., A. Curierman. Relative Price Variability, Inflation andthe Allocative Efficiency of the Price System, Journal of Monetary Economics, mart 1982, st. 131-162., Y. Amihudi H. Mendelson, The Output-Inflation Relationship: An Inventory-Ajustement Approach. Journal of Monetary Economics, mart 1982., st. 163-184.

[197] D. Laidler, op. cit., st. 60., K. Brunnner (Ed.), The Great Depression Revisited, University of Rochester, N. York, 1981. i E. Malinvaud. L'econometrie et les besoins de lapolitique macroeconoinique, Problemes economiques 1782/82, st. 21-27.

Monetaristi se, u pravilu, ne izjašnjavaju u prilog kontrolisanja kreiranja novca od strane centralne banke, mada pojedini monetaristički zahtevi u Bronfenbrennierovoj interpretaciji tendiraju regulisanju snabdevanja privrede novcem instrumentima centralne banke. Čak je, svojevremeno, Nauek s pravom postavio pitanje da li je moguće postići neinflatorno snabdevanje privrede novcem u okviru bankarskog sistema organizovanog na bazi konkurencije, bez centralne institucije.[198] Međutim, iz Mayerove teze 9. (vezivanje porasta novčane mase za monetaristička pravila) proističe zahtev za korišćenje iznosa primarnog novca kao indikatora monetarne politike i novčane mase kao privremenog parametra. I, pošto kreiranje novca Federalnog rezervnog sistema u SAD počiva skoro isključivo na fiskalnoj komponenti, koju emisiona banka može kontrolisati relativno lako preko politike otvorenog tržišta (za razliku od dominirajuće spoljnotrgovinske komponente i komponente refinansiranja u mehanizmu kreiranja novca u Nemačkoj), teško je pretpostaviti da se monetarna politika planski ne kontroliše u skladu sa monetarističkim propozicijama.[199] Kejnzijanci samo nisu za kontrolu snabdevanja privrede novcem, usled njihove endogene određenosti novčane mase, ali se zalažu za uticanje na kretanje kamata.

Kejnz je svojevremeno istakao potrebu politike stabilizacije, dok su njegovi sledbenici (Hicks, Modigliani i Hansen) empirijski proverili datu neophodnost na osnovu sadejstva preferencije likvidnost i nadnica nadole. Promena agregatne tražnje, usled preferencije likvidnosti, koja utiče na promenu ravnotežne cene i ravnotežne kamatne stope, izaziva odgovarajuću promenu realne tražnje novca i/ili brzinu opticaja, i stvarne količine novca, koja je potrebna u periodu pune zaposlenosti. Pri konstantnoj nominalnoj ponudi puna zaposlenost mogla bi se održati promenom nadnica i cena (koja treba da provocira potrebnu promenu novčane mase u realnom izrazu), pod uslovom da su nadnice elastične. Ali, i tada bi stabilnost nivoa cena zahtevala anticikličnu monetarnu politiku.[200] U slučaju kejnzijanske pretpostavke u pogledu nadnica - smatra Modigliani[201] - klasično usklađivanje pomoću cena ostvaruje se jedino u uslovima povećane tražnje. Međutim, u uslovima redukovanja tražnje neelastičnost nadnica upravo sprečava potrebno povećanje novčane mase u realnom izrazu i smanjenje kamatnih stopa. Prema tome, ako je novčana masa u nominalnom izrazu konstantna, početna ravnoteža treba da ustupi mesto novoj stabilnoj ravnoteži, koja se karakteriše smanjenom proizvodnjom i iznuđenim smanjenjem zaposlenosti, koja ne potiče od promena šema

[198] F. A. Von Hayek, Choice in Currencv - AWay to Stop Inflation, London, 1976.

[199] J. Marczewski, Theorie de la stagflation et experiance comparee de la France et de l'Allemagne, 1971-1979, Economie Appliquée 4/81, st. 667-696. H. Amdt, On the Gap Between Economic Theory and the Problems of Reality, Economic appliquee 3-4/80, st. 577-600. i J. Frenkel, The Collapsse of Purchasing Power Parities During the 1970's, European Economic Review 1/81, st. 145-175.

[200] T. Mayer, The Structure of Monetarism, Kredit und Kapital 2/75, st. 190-218 i 3/75, st. 293-316.

[201] F. Modigliani, The Monetarist Controversy of Should we Forsake Stabilization Policies, American Economic Review, Vol. 67,1977, st. 1-19.

ponude i tražnje nego od nedovoljne novčane mase u realnom izrazu i kojaje elegantno zarobljena Hicksovim modelom IS-LM - zaključuje Modigliani.[202]

Nepromenljivost novčane mase ne obezbeđuje stabilnost cena i proizvodnje, kao što su smatrali klasičari. Redukovanje nestabilnosti, uglavnom, zavisi od egzogenih poremećaja tražnje i uticaja promena IS (u interakciji sa LM) na smanjenje kamatnih stopa, pa, sledstveno tome, i na promene dohotka. Privreda je u pravilu nestabilnija, ukoliko je veća elastičnost tražnje novca u odnosu na kamatu, ukoliko je manja reakcija tražnje na kamatu i ukoliko je veći multiplikator. U tom kontekstu, nestabilnost se može neutralisati monetarnom i fiskalnom politikom ekonomske stabilizacije. Fiskalna politika može (putem potrošnje i poreza) da neutrališe poremećaje dovođenjem pune zaposlenosti u sklad sa početnom količinom novca u nominahiom izrazu, dok monetarna politika može delovati na promene realne ponude novca u pravcu njenog prilagođavanja promenama realne tražnje koja je indukovana poremećajima agregatne tražnje.[203] No, neizvesnosti sa stanovišta reakcije tražnje na promene kamatnih stopa i promena kamatnili stopa koje se odnose na tzv. zamku likvidnosti dovele su do davanja prednosti fiskalnoj politici u odnosu na monetarnu politiku. Rane pristalice kejnzijanske revolucije smatrale su da je tražnja novca veoma elastična u odnosu na kamatu, da kamatne stope utiču na tražnju dugoročnih ulaganja u osnovna sredstva, da je elastičnost kamata mala i da je investiciona tražnja značajan izvor poremećaja.[204] Ne praveći razliku između kratkoročne i dugoročne marginalne sklonosti štednji, dovelo ih je do precenjivanja dugoročne stope štednji, do potcenjivanja kratkoročne slonosti štednje i do opravdavanja zahteva za aktivnom politikom stabilizacije u čijem je središtu pažnja koncentrisana na fiskalnu politiku (kao glavni instrument za održavanje privrede u blizini pune zaposlenosti), a ne na monetarnu politiku.[205]

Najzad, pogled monetarista na kejnzijansku teoriju, po Modiglianiu, nije bio isključivo usmeren na sam kejnzijanski model već na pobijanje činjenice da dati model inkorporiše potrebu za stabilizacijom. Eksplicitno monetaristički

---

[202] S. Fischer i F. Modigliani. Towards an Understanding of the Real Effects and Costsof Inflation, Review of World Economics, Voi. 114,1978, st. 810-833. i A. Ando i F. Modigliani, Tests of the Life-Cycle Hipothesis of Saving: Comments and Suggestions. Bulletin of the Oxford University Institute of Economics and Statistics, Vol. 19, 1957, st. 99-124.

[203] A. Barrere i H. Alii, Controverses sur le systeme keynesien, Economica, Paris, 1976., P. Delfound, Keynes et le keynesionisme, P. U. F,, Paris, 1982., F. A. Hayeic (Ed.), The Crisis of Keynesian Economics, New Rochelle, N. York, 1977. i K. Mjulle, Neokejnzijanstvo, Progres, Moskya, 1977.

[204] J. C. Di Tata, Ecpectations of Other's Expectations and the Transnational Non-Neutrality of Fully Believed Systematic Monetary Policy, Banco Central de la Republica Argentina, Buenos Aires, juni 1983., Contemporaneous Aggregate Information and the Optimal Money Supply Feedback Rule, Banco Central de la Republica Argentina, Buenos Aires, juni 1983. i Credibility Gaps and Persistent Desequilibria: Some Intriguing Ideas. Banco Central de la Republica Argentina, Buenos Aires, juni 1983.

[205] A. Atkinson i J. Stiglitz, Lectures on public economics, McGraw-Hill, N. York, 1980., M. S. Feldstein, On the theory of tax refom, Journal of Public Economics 6/1976 i Personal Taxation and Porlfolio Composition: An Econometric Analysis, Econometrica, Vol. 44,1976, M. Feldstefn i A. TayIor, The Income Tax and Charitable Contributions, Econometrica, Vol. 44,1976. i H. S. Rosen, Taxes in a Labor Supply Model with Joint Wage-Hours Determination, Econometrica, Vol. 44, 1976.

zahtev išao je u pravcu redukovanja praktičnog značaja kejnzijanskog modela nezavisno od njegove analitičke vrednosti. Drugačija empirijska ocena vrednosti parametara i trajanja reakcija na poremećaje u usiovima konstantnog rasta novčane mase imala je za funkciju da smanji stabilizacionu moć hiksijanskog mehanizma. Po monetaristima, preferencija likvidnosti reprezentovala je skroman doprinos monetarnoj teoriji; reakcija tražnje novca i brzine opticaja novca u odnosu na kamatne stope, nisu mogle empirijski da se otkriju, a uticaj kamatnih stopa na tražnju bio je u pravilu štetan.[206] Međutim, po kejnzijancima, uticaj kamatnih stopa na tražnju bio je značajno veliki (iako nije samo bio ograničen na uobičajena ulaganja u osnovna sredstva), dok je reakcija tražnje novca (i brzine opticaja novca) u odnosu na kamatne stope bila mala u praksi. Fridmanov doprinos teoriji funkcije potrošnje i Modigliani - Brumbergova hipoteza o životnom ciklusu, obuhvatili su veliku marginainu sklonost štednji u odnosu na kratkotrajne poremećaje u pogledu dohotka i mali kratkoročni multiplikator.[207]

To je upravo vodilo Modigliania sledećem zaključku: (1) poremećaji tražnje mogu kvalitativno da deluju na načine koje je Keynes detaljno opisao, (2) Hicksov mehanizam je kvantitativno toliko efikasan da uticaji poremećaja tražnje postaju mali i kratkotrajni (pod uslovom uvek istog povećanja novčane mase), (3) mere fiskalne politike imaju kratkotrajni uticaj na tražnju u odnosu na dugotrajni uticaj promena novčane mase na nominalne nadnice, (4) nestabilnost privrede je najverovatnije posledica nestabilnog porasta novčane mase (usled pogrešnog usmeravanja napora za stabilizaciju dohotka ili ostvarivanja ciljeva platnog bilansa).[208] Međutim, monetaristi su uvek spremni da tvrde da je potrebno izbegavati politiku stabilizacije, čak i kada ravnomerno povećanje novčane mase ne doprinosi stabilnosti privrednog sektora. Monetaristička tvrdnja zasnovana je na činjenici da u procesu formulacija politike stabilizacije nije moguće uzeti u obzir nepredvidljivost budućih poremećaja i nepredvidljivo promenljivih odloženih dejstava, niti je moguće koncipirati adekvatnu stabilizacionu politiku i njeno blagovremeno sprovođenje.[209] Usled toga, monetaristi smatraju da politika stabilizacije

---

[206] M. Friedman, The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results, u „The Optimum Quantity of Money and Other Essays", Chicago, 1969.

[207] M. Friedman, A Theory of the Consumption Function, Prinston, 1957. i F. Modigliani i R. Brumberg, Utility Analysis and the Consumption Function: Inteipretation of Cross-Section Data, u K. Kurihara, Post-Keynesian Economics, New Brunswic, 1954. i F. Modigliani, The Life Cycle Hipothesis of Saving Twenty Years Later, u M. Parkin, Contemporary Issues in Economics, Manchester, 1975.

[208] L. Weber L'analyse economique des depences publiques, P. U. F., Paris, 1978, J. Creedy i N. Gemmell, The Built-in Flexibility of Progressive lncome Taxes: A Simple Model. Public Finance 3/82. st. 361-370., J. Kay i M. A. King, The British Tax System, Oxford University Press, 1980., B. P. Herber, Modern Public Finance, R. D. Inwn. Homewood. 1983. i A. Lewis. The Psychology of Tasation, St. Martin's Press, N. York. 1982.

[209] J. Denizet, Monnaie et financement dans les annees 80, Dunod, Paris, 1982., D. Gale, Money: In Equilibrium. Cambridge, Cambridge University Press, 1982, H. G. Johnson, Readings in British Monetary Economics, London, 1972.. K. Brunner i A. H. Meltzer, Liquidity Traps for Money, Bank Credit and Interest Rates, Journal of Political Economy, januar-februar 1968, st. 1-37., A. Parguez, Monnaie et macroeconomie, Paris, Economica, 1975., J. J. Sijben, Money and Economic Growth,

deluje destabilizaciono. Monetaristi zapravo tvrde da je nestabilnost u prošlosti posledica pogrešno usmerenih akcija stabilizacione politike,[210] prvenstveno monetarne politike usled previše oslanjanja na kejnzijansku politiku stabilizacije.

Problem uspeha, ili neuspeha, stabilizacione politike je dakako izuzetno teško empirijski proveriti. Čak i testovi Ardya (koji se zasnivaju na upoređivanju promenljivosti dohotka sa promenljivošću brzine opticaja novca), Starleal-Floyda (o efikasnosti stabilizacije upoređivanjem stabilnosti monetarnog rasta sa stabilnošću porasta dohotka) i Modigliania i Temina ne idu u potpunosti u prilog kejnzijanske politike stabilizacije, ali ne potvrđuju ni impresivne rezultate monetarne politike.[211] Očigledno je da državna politika može biti izvor destabilnosti. Neosporno je, dakle, da je ona u određenim uslovima i delovala destabilizujuće. Ali, neodrživa je, ipak, teza monetarista da je državna politika jedini izvor udara protiv inherentno stabilnog mehanizma privatne privrede.[212] Budući da je kejnzijanska analiza bila, u stvari, analiza nezaposlenosti, savremena postkejnzijanska ekonomska analiza[213] proširuje ravan istraživanja sadržajima nivoa proizvodnje, dok se nivo zaposlenosti posmatra kao druga strana istog procesa, prenoseći težište na analizu inflacije, dakle na drugu stranu cikličnog kretanja. Međutim, Galbraith, došavši do saznanja da su neoklasični i kejnzijanski model nepodesni, okrenuo se politici kontrole cena i nadnica, kao jedinog rešenja koji može stabilizovati opšti nivo cena, a da to nema za posledicu smanjenje nivoa proizvodnje i zaposlenosti.[214] No, i ova politika, u sastavu kejnzijanskog koncepta, pokazala se neefikasnom. Ukazujući da je kejnzijanska politika pre pogoršala nego što je ublažila nezaposlenost neoliberali su počeli da forsiraju Smithove ideje i izvorne principe povratku tržištu. Pri tome, vraćanje na Smitha skopčano je sa traganjem za novim teorijskim argumentima neokonzervativaca i doktrine novog realizma sa imperativom smanjenja državne intervencije u privredi, smanjenja javnih rashoda i poreskih prihoda, te uravnoteženja budžeta na štetu socijalnih programa. Neefikasnost kejnzijanske terapije, zaoštravanje problema nezaposlenosti i inflacije pogodovali su istupanjima neoliberala i neomonetarista s ciljem da se "osvete" kejnzijancima u pogledu preporuke makroekonomske politike.[215] No, i neokejn-

---

Leiden, Martinus Nijhoff Social Sciences Division, 1977. i E. F. Fama, Inflation, Oulput and Money, Journal of Business, april 1982.

[210] M. Friedman i A. Schwartz, A Monetary History of the United States, 1967-1960, Princeton, 1963.

[211] F. Modigliani, Some Empirical Tests of Monetary Management and of Rules versus Discretion, Journal of Political Economy juni 1964, st. 211-245, V. Argy: Rules, Discretion in Monetan' Management and Short Term Stability, Journal of Money, Credit and Bankhig, februar 1971, st. 102-122, D. Starleali R. Flovd, SomeEvidence with Respect to the Efficiency of Friedmans Monetary Policy Proposals, Journal of Money, Credit and Banking, avgust 1972., st. 713-722. i P. Temin, Did Monetary Forces Couse the Great Depression, N. York, 1976.

[212] J. Tobin. Akumulacija imovine i ekonomska aktivnost. Centar za kulturnu djelatnost, Zagreb,1983, st. 60.

[213] W. A. Barnett, The Optimal Level of Monetary Aggregation, Jornal of Money, Credit and Banking. 4/82. st. 687-710 i S. M. Goldfeld, Comment on the Optimal Level of Monetary Aggregation, Journal of Money, Credit and Banking 4/82, st. 716-720.

[214] J. Galbraith, Economics and the Public Purpose, Abdre Deutsch, 1973.

[215] O. Morgenstern, Thirteen Critical Points in Contemporary Economic Theory: An Interpretation,

zijanizam, neoliberalizam i neomonetarizam, kao glavni tokovi i koncepcije savremenih ekonomista na kojima se teorijski bazira ekonomska politika u sadašnjim stagflacioniranim ekonomijama ne pokazuju svoju empirijsku superiornost u međusobnim konfrontacijama.[216]

Da li je kombinacija stagnacije, inflacije i nezaposlenosti rezultat pogrešnog korišćenja ili nekorišćenja monetarne i fiskalne politike u periodu 1973-76. i 1979-82. god.? Događaji iz 1973-76. god. i 1979-82. god. reprezentuju poremećaje ne u tražnji već u ponudi za čije neutralisanje je potrebna drugačija makroekonomska politika stabilizacije - tvrdi Modigliani.[217] Šta onda može da učini makroekonomska politika stabilizacije i na koji način u ovim epizodnim poremećajima.

Makroekonomska politika, po teoretičarima tzv. rateks škole,[218] morala bi nastojati da stabilizije očekivanja u pogledu kretanja ekonomske aktivnosti. To iz razloga što su se stabilizacione politike pokazale neefikasnim i nekorisnim u procesu poboljšanja efikasnosti funkcionisanja ekonomije, jer važi hipoteza da su cene perfektno fleksibilne i da ekonomski agenti formiraju racionalno svoje anticipacije.[219] Monetaristi, pak, smatraju da je samo pravilo o rastu novčane mase važno za obaranje inflacije i uspeh makroekonomske stabilizacione politike. Kejnzijanci i fiskalisti misle suprotno, smatrajući da su fiskalna politika i politika dohotka ključni instrumenti politike stabilizacije, koja simultano treba da redukuje inflaciju i nezaposlenost. Konačno, strukturalisti razočarani u politiku tražnje ističu da je samo nova politika ponude pravi recept za razbijanje sadašnjih stagflacionih trendova.

Međutim, u periodu poremećaja ponude, veli Modigliani, ne postoji makroekonomska politika koja bi podržala stabilan nivo cena i zaposlenost zadržala na njenoj prirodnoj stopi. Ukoliko dođe do poremećaja cena (npr. usled egzogenih faktora) u uslovima poremećene ponude, cene je moguće vratiti na prvobitni položaj ravnoteže, tek posle izuzetno tegobnog perioda nezaposlenosti veće od ravnoteže nezaposlenosti i inflacije. Verovatno da postoji, pored politike reguli-

---

Journal of Economic Literature, decembar, 1972, st. 4.

[216] V. Tanzi, Fiscal Policy, Keynesian Economics and the Mobilization of Savings in Developing Countrics, World Development. Vol. 10.1976, st. 907-917., Taxation and Price Stabilization, International Monetary Fond, oktobar 1981. i Fiscal Disequilibrium in Developing Countries, MMF, juni 1982.

[217] F. Modigliani, The Monetarist Controversy of Should we Forsake Stabilization Policies, American Economic Review, Vol. 67, 1977, st. 1-19.

[218] R. J. Barro i H. I. Grossman, A General Disequilibrium Model of Income and Employment, American Economic Review, Vol. 61,1971, st. 82-93., R. J. Barro, Are Govemment Ponds Net Wealth?, Journal of Political Economy, Vol. 82, 1974, st. 1095-1117.. J. M. Buchanan, Barro on the Ricardian Equihialence Theorem, Journal of Political Economy, Vol. 84,1976, st. 337-342., R. J. Barro, Reply to Feldstein and Buchanan, Journal of Politicai Economy, Vol. 84,1976, st. 343-349. i The Impact of Social Security on Private Saving. The American Enterprise lnstitute Studies, No. 199,1978. i R. E. Lucas, Rational Expectations and the Theory of Economic Policy, Journal of Political Economy, april 1976.

[219] Meltzer je nedavno objasnio glavnu ulogu očekivanja u okviru „Opšte teorije", uporedio Keynesova gledišta o teoriji očekivanja sa trenutno zapaženim gledištem poznatim kao racionalna očekivanja i pokazao prednost novijih shvatanja u politici stabilizacije (A. N. Meltzer, Keynes's General Theory. A Different Perspecitve, Journal of Economic Literature 1/81, st. 34-64).

sanja tražnje, neka druga politika koja bi pomogla da se razreši dilema izbora mogućih pitanja inflacije i kombinovanih putanja nezaposlenosti.[220] Ali, politika kontrole nadnica i cena, to nije (jer je najviše izneverila očekivanja). To nije, međutim, ni politika konstantne stope rasta novčane mase, koja razočaravajuće reaguje na inflatorne poremećaje i nezaposlenost. Nova politika stabilizacije je, prema tome, izazov, tvrdi Modigliani.[221]

Savremena ekonomija. u celini posmatrano, izgubila se, dakle, u okeanu praznih tautologija vodećih ekonomskih škola[222] - monetarizma, kejnzijanizma, neokejnzijanizma, racionalnih očekivanja, supply-sidesa u izmenjenom institucionalnom pejsažu, ekonomskom okruženju, socijalnom ambijentu i finansijskom položaju, pošto su maltene sve politike kontrole pale na ispitu tvrdokorne stagflacije. I, kao što je poznato, u okviru dosadašnje teorije optimalne kontrole iskristalisala su se tri karakteristična modela politike stabilizacije:[223] (1) preventivna politika koja uzima u obzir anticipirane perturbacije, (2) retroaktivna politika koja odgovara nepredviđenim perturbacijama i (3) politika funkcija - cilj koji omogućava komparaciju različitih politika i merenje efekata sleđene politike. U makroekonomskoj teoriji kontrole, dakle, ideje su išle od (1) ekonomske politike reglaže (finetuning), koja, ekspanzivnom ili restriktivnom monetarnom politikom, podržava nivo tražnje i zaposlenosti (Dow) u kejnzijanskom tradicionalnom smislu (tzv. gap inflationiste i deflationiste), preko (2) makroekonomske politike (Frish), koja podržava stabilnost tražnje i zaposlenosti i redukuje fluktuacije ekonomske aktivnosti stabilizacionim mehanizmom varijacija relativnili cena, realnog monetarnog "encaisses-a" bogatstva, kamatne stope i stope razmene,[224] (3) empirijske relacije između stope rasta nadnica i nivoa nezaposlenosti (Filipsova kriva) i (4) tradicionalnih instrumenata regulacije tražnje (fiskalna politika i politika dohotka), do (5) monetarističke politike i politike ponude.[225]

Izlažući analitička i empirijska istraživanja efekata koje prouzrokuju programi monetarne stabilizacije u oblasti cena, proizvodnje i deviznog kursa industrijski razvijenih zemalja, Artus[226] se koncentriše na analizu gledišta zasno-

---

[220] W. N. Gordou, Taxation, Real Wage Rigidity and Empioyment, Economic Journal, Vol. 91,1981, st.309-330.. J. E. Meade, the Structure and Reform of Direct Taxation, G. Allen and Unwin, London, 1978.i A. S. Blinder i R. M. Solow, Does Fiscal Policy Matter?, Journal of Public Economics 2/73, st. 319- 337. i Journal of Monetary Economics 2/76,501-510.

[221] F. Modigliani, The Monetarist Controversy or Should we Forsake Stabilization Policies, American Economic Review, Vol. 67, 1977, st. 1-19.

[222] L. C. Thurow, Dangerous Currents: The State of Economics, Random House, 1983.

[223] A. Sherman, Staflation, Harper and Row, 1983. i J. Meade, Stagflation. Wage-Fixed. Vol. I, London, Allen and Unwin. 1981.

[224] Sean Holly, Control Theory and Macroeconomic Policy, Economic Outlook, februar 1982.

[225] A. S. Blinder, Temporary Income Taxes and Consumer Spending, Journal of Political Economy, februar 1981. st. 26-52., M. J. Boskin, Taxation, Saving and die Rate of lnterest, Journal of Political Economy, april 1978, st. 3-27., R. J. Gordon. Inflation in Recessionand Recovery, Brooking Paperson Economic Activity, No. 1,1971, st. 106-166. i C. Wright, Saving and fhe Rate of Interest, u A. C. Herberger i M. J. Bailey (Ed.), The Taxation of Income from Capital, Washington, 1969.

[226] J. R. Artus, Monetary Stabilization, with and Without Government Credibility, Staff papers 3/81, st.

vanog na racionalnim predviđanjima da monetarne vlasti mogu brzo zaustaviti inflaciju, a da ne moraju platiti visoku cenu zbog izgubljene proizvodnje i zaposlenosti, ako smanje monetarnu ekspanziju i istovremeno ubede učesnike na privatnom tržištu da će smanjenje monetarnog rasta duže potrajati, s jedne strane, i na analizu gledišta, zasnovanog na tržištu finansijskih sredstava prema kome program monetarne stabilizacije teži da poveća realni devizni kurs koji ubrzava prilagođavanje cena na tržištu rada i robnom tržištu, putem smanjenja cena uvezenih dobara, ali pogoršava stanje spoljne trgovine zemlje, s druge strane. U analizi se koristi prost monetaristički model u kome se pretpostavlja da su dugoročna inflatorna očekivanja učesnika na privatnom tržištu refleks monetarne politike i da su kamatna stopa i devizni kurs kratkoročne varijabile određene od strane finansijskog tižišta. Ekonometrijska procenjivanja parametara u modelu daju rezervisane zaključke o značaju za vođenje monetarne politike. Do istih poražavajućih rezultata došli su i mnogi drugi autori u oblasti empirijskih istraživanja stabilizacionih efekata fiskalne politike i politike dohotka. Izgledno je da ista sudbina zadesi i "mladu" politiku ponude.

Razočaravajući rezultati empirijskih istraživanja stabilizacionih efekata tradicionalnih mera i instrumenata monetarne i fiskalne politike i politike dohodaka, kao ključnih segmenata makroekonomske politike, u stagflacioniranim ekonomijama izbacili su u orbitu tzv. ekspanzivnu ekonomsku politiku za slamanje jezgra simultane koegzistencije ekspanzije inflacije, eksplozije nezaposlenosti i deceleracije rasta.[227]U inicijalnoj fazi, ekspanzivna makroekonomska politika u recesiji imala bi za zadatak da simultano obara nezaposlenost i inflaciju i da pripremi uslove za stabilan, optimalan, harmoničan i humanizovan rast (Perroux) [228] u narednoj etapi. U tom kontekstu, po Fitoussiu, potrebno je determinisati rast realnog dohotka na dugi rok, smanjiti presiju fiskalnih i parafiskalnih prihoda i ekonomsko-socijalnih transfera, anticipirati buduću tražnju i troškove proizvodnje, prebaciti (proporcionalno) socijalne terete sa preduzeća na nadnice i smanjiti kamatne stope (kako bi se akcije osetile na nivou troškova rada i kapitala), povećati produktivnost rada koja generiše ekspanziju rasta i redukuje inflacionu presiju,[229] poboljšati alokaciju resursa i ameliorisati politiku raspodele.[230] U tom svetlu, politika javnih investicija mora igrati ulogu motora čije su eksternalije

495-533. i OECD, Fiscal Policy for a Balanced Economy, Paris, 1968, st. 18-39.

[227] W. E. Weber, The Effects of Interest Rates on Aggregate Consumption, American Economic Review, septembar - 1970, st. 591-600., Interest Rates and the Short-Run Consumption Function, American Economic Review, juni 1971, st. 421-425 i Interest Rates, Inflation and Consumer Expenditure, American Economic Review, decembar 1975, st. 843-871.

[228] E. Bouling, Ecodynamics, Sage Publications, Beverly Hills, 1978.

[229] O Eckstein, The Great Recession. North-Holland, Amsterdam 1978. i M. Feldstein, Government deficits and aggregate demand, Journal of Monetary Economies, januar 1982, st. 1-20.

[230] P. P. A. Bruni, Allocazione delle Risorsee inflazione: Il caso dei mercati finansziari, Economia Internazionale 2-3/81, st. 261-321.

maksimalne za privatni sektor sa stanovišta redukovanja troškova funkcionisanja ovog sektora.[231]

Politika dohotka bi trebalo da redukuje inflacione anticipacije i da determiniše poželjnu evoluciju realnih najamnina i štednje. Budžetska politika bi trebalo da formira tolerantne i neinflatorne deficite bez pritiska na kamatu i tzv. istiskivanje (eviction).[232]Samuelson je, pak, u sklopu antiinflatorne politike, kao predugavnik škole makromikro sinteze ekonomske analize i pobornik kejnzijanskog gledanja na inflaciju i nezaposlenost, posebno podvukao da svaki mešoviti privredni sistem mora voditi politiku dohodaka uporedo sa fiskalnom i monetarnom politikom, ako želi da obezbedi stabilnost cena uz visok stepen zaposlenosti.

2. IZBOR IZMEĐU INFLACIJE I NEZAPOSLENOSTI

U sklopu izbora između inflacije i nezaposlenosti monetaristi smatraju i ukazuju na (samo) ograničenu mogućnost opcije kreatora ekonomske politike ukoliko postoji tzv. Filipsova kriva u realnom izrazu, koja je u korelaciji sa kvantitativnom teorijom novca, stabilnošću privrednog sektora i stabilnom stopom rasta novčane mase.[233] U takvim uslovima postojanja realne Filipsove krive, porast količine novca utiče samo na cene, ali ne i na realni dohodak; jer i promene fiskalne politike nemaju trajno dejstvo na realni dohodak.[234] Kejnzijanci, svakako, ne prihvataju realnu Filipsovu krivu,[235] s obzirom na to da u modelima za utvrđivanje nivoa cena koriste Filipsovu krivu u nominalnom izrazu. Čak i kada bi prihvatili realnu Filipsovu krivu, kejnzijanci za objašnjenje kratkoročnih fluktuacija realnog dohotka ne bi koristili promene stope rasta novčane mare, već promene marginalne efikasnosti investicija, jer su ubeđeni u nestabilnost privrednog sektora u kome se nominalne nadnice sporije prilagođavaju promenama. Pored toga, kejnzijanac ne može da prihvati realnu Filipsovu krivu zato što je ona u vezi sa pravilom o stopi rasta novčane mase, koja "vezuje ruke" centralnoj banci da

[231] M. H. Miller i M. S. Scholes, Dividends and Taxes, Journal of Financial Economics, decembar 1978, st. 333-364. i Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence, Journal of Political Economy, decembar 1982, st. 1118-1141.

[232] U pojedinim ekonometrijskim modelima (npr. ekonometrijski model u Francuskoj za period 1970-1980. god.) čak se potvrđuje činjenica da dodatni javni rashodi od 1 FF generišu rast nacionalnog dohotka za 2 FF (multiplikator) u stagflaciji

[233] Izuzetak je, svakako, kratak rok.

[234] J.Stein, Unemployment, Inflation and Monetarism, American Economic Revew, decembar 1974.st. 867-887.

[235] Kejnzijanci ne prihvataju Pigouovu pretpostavku da radnici pregovaraju za realne nadnice i, stoga, isključivo tvrde da radnici pregovaraju za nominalne nadnice. S druge strane, kejnzijanci u neokejnzijaiskom modelu ne mogu da zamene nominalnu za realnu Filipsovu krivu, jer onda ne mogu da utvrde ravnotežni nivo cena. I, pošto je realna Filipsova kriva u skladu sa kvantitativnom teorijom novca, samim tim je ona protivurečena kejnzijanskoj teoriji, pošto kejnzijanac za utvrđivanje nivoa cena koristi Filipsovu krivu u nominalnom izrazu.

interveniše kada je stopa nezaposlenosti relativno visoka. Ovaj nedostatak i Monetaristi priznaju, ali dodaju da u kratkom roku mogućnost za izbor između inflacije i nezaposlenosti daje prednost pravilu o stopi rasta novčane mase u odnosu na nekorisnu intervenciju centralne banke.[236]

No, izbor između inflacije i zaposlenosti u Filipsovoj krivoj (koji Johanson smatra postkejnzovim, a samo periferno kejnzijanskim mehanizmom, koji je bitan za određenu fazu analize kejnzijanske pretpostavke o neelastičnim ili egzogeno determinisanim nadnicama) nije presudan za polemiku između monetarista i fiskalista.[237] Zapravo, polemika između monetarista i fiskalista o realnoj i nominalnoj Filipsovoj krivoj u suštini se svodi na empirijska istraživanja tržišta rada i nezavisna je od polemike između monetarista i fiskalista (Mayer).

Za razliku od SAD, u V. Britaniji, po Lainder , egzistiraju bar dva pitanja monetarizma koji imaju veći značaj u raspravama o makroekonomskoj politici, i to: izbor između inflacije i nezaposlenosti, kao suprotni ciljevi stabilizacione politike, i sprovođenje politike u uslovima otvorene privrede. U britanskom ekonomskom životu izuzetna pažnja se tradicionalno poklanja politici održavanja visoke stope zaposlenosti (kao strateškom cilju ekonomske politike) i spoljnoj trgovini. Britanski monetaristi pokazuju istu zainteresovanost za održavanje visoke stope zaposlenosti koliko i sledbenici kejnzijanske doktrine. Kao pobornici održavanja fiksnog deviznog kursa, britanski fiskalisti, poput monetarista, ne potcenjuju ozbiljnost inflacije sa ekonomskog stanovišta. Razlika između monetarista i kejnzijanaca sastoji se samo u tome što monetaristi na inflaciju gledaju kao na makroekonomski problem, koji se rešava makroekonomskim instrumentima, i na nezaposlenost, u uslovima prikladne makroekonomske politike, kao na problem mikroekonomske politike; dok kejnzijanci imaju suprotne stavove (Lainder). Argumenti monetarista proističu, po prirodi stvari, iz verovanja u kvantitativnu teoriju novca, realnu Filipsovu krivu i stabilnost privrednog sektora pod pretpostavkom sprovođenja adekvatne monetarne politike (tj. praktikovanja unapred utvrđene stope monetarnog rasta). Nestabilnost privrednog sektora javlja se samo u slučaju vođenja monetarne politike koja teži ograničavanju nivoa nominalnih kamatnih stopa. Nesporazum između monetarista i fiskalista javljao se samo u slučaju rasprave o "određenoj" monetarnoj politici, jer su, u tom kontekstu, prvi mislili na održavanje novčane mase u predviđenim kretanjima, a drugi na održavalje određenog nivoa nominalnih kamatnih stopa.[238] S druge strane, doktrina o realnoj Filipsovoj krivi ekvivalentna je stavu po kome u privredi egzistira tzv. prirodna stopa nezaposlenosti. Svaki pokušaj zadržavanja stvarne stope nezaposlenosti ispod prirodne stope nezaposlenosti, neizbežno akceleriše inflaciju. Pri

---

[236] R.Dornbusch i S. Fisher, Macroeconomics, N.York, 1978.

[237] J. R.Hicks, The Crisis in KeynesianEconomics, Clarendon Press Oxford 1974, 51. 116-168.i What is Wrong with Monetarism, Lloyds Bank Review, octobar 1975,st.1-18 i N. Kaldor, The New Monetarism, Lioyds Bank Review Juli 1970. St.1-18.

[238] D.E.W. Laider, Monetarist Policy Prescriptions and their Background, Manchester School, mart 1973. st.59-91.

tome, stabilna funkcija tražnje novca, ukoliko postoji, podrazumeva nemogućnost za ubrzanje inflacije, ako ne egzistira ubrzana monetarna ekspanzija. Stoga je za monetariste bitno održavanje stabilne stope inflacije, koje zahteva napuštanje uticaja na ravnotežnu stopu nezaposlenosti. Stabilna stopa inflacije implikuje stabilan rast novčane mase, što, sa verovanjem u stabilnost sektora, stvara pretpostavke da se privreda stvarno približi prirodnoj stopi nezaposlenosti. No, kada novčana masa raste po stabilnoj stopi, onda funkcija tražnje novca mora biti stabilna i neelastična prema kamatnim stopama, kako bi oscilacije marginalne efikasnosti investicija dovele do kolebanja kamatnih stopa, a ne do poremećaja proizvodnje i zaposlenosti. Monetarističko mišljenje ili shvatanje o stabilnosti privrednog sektora, smatra Laidler, sasvim je u skladu sa kejnzijanskom pretpostavkom o relativnoj nestabilnosti marginalne efikasnosti investicija, a ne kako misli Mayer, o stabilnosti marginalne efikasnosti investicionog programa.

Stopa nezaposlenosti, po prirodi stvari, ne može biti van domašaja uticaja makroekonomske politike. Stoga monetaristi ne mogu da poreknu koherentnost programa politike koji prognozira aktivno sprovođenje prirodne stone nezaposlenosti (kao cilj) primenom diskrecionih monetarnih i fiskalnih mera. Jer, potcenjivanje nivoa prirodne stope nezaposlenosti dovodi do akceleracije inflacije. Monetaristi se zato zalažu za usmeravanje monetarne politike u pravcu ostvarivanja stabilne stope inflacije. Međutim, relativna nezavisnost monetarne i fiskalne politike u američkom modelu kontrolisanja ukupne tražnje nije karakteristična za britanske monetariste iz razloga što potrebe državnog budžeta nameću međuzavisnost monetarne i fiskalne politike i što su finansijske potrebe države značajan izvor monetarne ekspanzije. U V. Britaniji je monetarizam povezan sa politikom smanjenja prirodne stope nezaposlenosti, tj. sa pomeranjem Filipsove krive ulevo.[239] Britanski monetarizam je zainteresovan za rešavanje problema nezaposlenosti, iako je politika nezapolsenosti za razliku od ortodoksnog kejnzijanskog shvatanja, problem mikroekonomije. Politika zaposlenosti, po britanskim monetaristima, treba da utiče na strukturu tržišta radne snage i na iznalaženje mera za povećanje mobilnosti radne snage (kao što su, npr., subvencionisanje zapošljavanja u nedovoljno razvijenim područjima ili programi prekvalifikacija budžetski finansirani).

Težnja je, međutim, kejnzijanskog ortodoksnog shvatanja da stopu nezaposlenosti proglasi glavnim ciljem politike u odnosu na ukupnu tražnju, mada nije jasno da li kejnzijanci stoje na stanovištu da promene ukupne tražnje, koje su izazvane radi uticaja na stopu nezaposlenosti, utiču na stopu inflacije ili na stanovištu po kome su kretanja nadnica i cena determinisana sociološkim faktorima.[240] Izgledno je, ipak, smatrati da kejnzijanci plediraju na izbor prikladne politike

[239] S. Brittatain, Second Thoughts on full Employment Policy, Centre for Policy Studies, London 1975.

[240] R. F. Harrod, The Issuses: Five Views, u „Inflation as Global Problem (R. Hinshaw), John Hopkins Press London 1972. I P.Wiles, Cost Inflation and the States of Economic Theory, Economic Journal, jun 1973, st. 377-398.

prema inflaciji koja implikuje kontrolu nadnica i cena. Prema tome, može se zaključiti da britanski monetaristi ističu stopu inflacije kao cilj makroekonomske politike, a kejnzijanci stopu nezaposlenosti.

Kejnzijanski model je, smatra Modigliani, permanentno usavršavan u dve-tri decenije od pojave "Opšte teorije zaposlenosti, kamate i novca", uključivanjem prednosti poreza u odnosu na potrošnju i multiplikatora ekvilibrisanog budžeta, ekonometrijskih modela za određivanje parametara i stabilnog statističkog odnosa između stope promene nadnica i stope nezaposlenosti u formi tzv. Filipsove krive (koja je, sa stanovišta njenog napuštanja i uzimanja u obzir buduće inflacije, poslužila za okončanje jalove diskusije o inflaciji, troškova i inflaciji tražnje).[241] Kejnzijanski model je, donekle, modifikovan uzimanjem u obzir odnosa Filipsove krive. Ravnomerno smanjivanje stopa promena nadnica sa stopom nezaposlenosti produkovalo je čitav skup mogućih ravnopravnih stopa koje su skopčane sa različitim stopama inflacije. Smanjenje tražnje može da izazove početno povećanje nezaposlenosti. Sa smanjenjem porasta nadnica povećanje nezaposlenosti utiče na povećanje novčane mase u realnom izrazu s tendencijom da nezaposlenost vrati na ravnotežnu stopu koja korespondira dugoročnom porastu novčane mase. Međutim, time nije oslabio argument u prilog neutralisalja dugotrajiih poremećaja tražnje pomoću politike stabilizacije, niti je ojačao proces spornog usklađivanja nadnica sa izvršavanjem skupova poslova na radnom mestu na teret dugotrajne nezaposlenosti i nestabilnosti cena (Modiglian). Međuzavisnost promena nadnica i inflacije u prošlosti doprinela je utvrđivanju razlike između kratkotoročne i dugoročne Filipsove krive. Dugoročna opredeljenja između inflacije i nezaposlenosti pokazala su se nepovoljnijim od kratkoročnih opredeljenja, budući da dugoročno Filipsova kriva pokazuje dugoročnu ravnotežnu stopu inflacije, koju implikuje održavana stopa nezaposlenosti.[242]

U sklopu napuštanja pretpostavke u pogledu neelastičnosti nadnica i vertikalne Filipsove krive, Modiglian je istakao da je Fridmanov izazov u 1968. god. ("presidental address"),[243] zasnovan na idejama Phelpsa,[244] pokazao da su nadnice bile potpuno elastične i da u svakom periodu postoji jedinstvena stopa pune zaposlenosti, koja se naziva "prirodna stopa nezaposlenosti".[245] Neočekivano

---

[241] R. G. Lipsey, The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Monev Wage Rates in the United Kingdom, 1862-1957: A Further Analysis, Economic, februar 1960, st. 1-31 i E. S Phelps Money-Wage Dynamics and Labor-Market Equilibrium, Journal of Political Economy juli-avgust 1968, st. 678-711.

[242] R. C. Fair, On Controling the Economy to Win Elections, Cowles Fundation 1975. i W. D. Nordhaus The Political Business Cycle, Review of Economic Studies, april 1975, st. 169-190.

[243] M. Friedman, The Role of Monetary Policy, American Economic Review, mart 1968. st. 1-17 i E.S. Phelps, Money-Wage Dynamics and Labor-Market Equilibrium, Journal of Political Economy, juli-avgust 1968, st. 678-711.

[244] U suštini, realne nadnice se povećavaju do tačke u kojoj nastalo smanjenje radne snage odgovara smanjenoj ponudi.

[245] F. Modigliani, The Monetarist Controversy of Should we Forsake Stabilization Policies American Economic Review, Vol. 67, 1977. st. 1-19.

opadanje tražnje u Fridmanovom modelu deluje na smanjenje cena, pa, sledstveno tome, i na proizvodnju i nezaposlenost u skladu sa kratkoročnom krivuljom marginalnih troškova i pod pretpostavkom da se nominalne nadnice istovremeno ne smanjuju sa cenama. No, smanjenje proizvodnje nije rezultat smanjenja tražnje, već smanjenja ponude rada usled pretpostavljene funkcije ponude sa pozitivnim nagibom i pogrešne procene smanjenja nominalnih nadnica (koje se shvata kao smanjenje realnih nadnica). Isti mehanizam je karakterističan i za slučaj povećanja tražnje s tim što je reagovanje nadnica i cena isto sa obe strane prirodne stope.

Fridmanov model implikuje odnos (Filipsovog tipa) između inflacije, zaposlenosti (ili nezaposlenosti) i inflacije u prošlosti, i uslov po kome se ranija inflacija tumači kao odgovarajuća zamena za očekivanu inflaciju. Koeficijent očekivanja cena, po Fridmanu, treba da bude jednak jedinici, što znači da dugoročna Filipsova kriva mora biti vertikalna bez obzira na oblik kratkoročne krive (koji se određuje pomoću odnosa između očekivane i stvarne promene cena i elastičnosti ponude radne snage u odnosu na realne nadnice). Fridman je time, u osnovi, pokušao da dokaže kako politika stabilizacije nije potrebna; jer, u uslovima elastičnih nadnica, hiksijanski mehanizam dobij a podršku promenom novčane mase.[246] Usled toga, monetaristi tvrde da je politika stabilizacije predodređena da destabilizaciono deluje u privredi.

Uključivanjem tzv. hipoteze o racionalnom očekivanju (tj. REN ili MREH), koja je prvobitno potekla od Mutha, a kasnije od Lukasa, Sargenta i Wallecea, u Fridmanov model, trebalo je da usledi smrtni udarac na mnogo napadani kejnzijanski stav (Modigliani), s obzirom na to da racionalni ekonomski subjekti nastoje da iskoriste sve relevantne informacije za formiranje očekivanja odgovarajućih budućih varijabila.[247] Racionalna očekivanja, kao glavna komponenta MREH, pokazuju (1) da su greške u pogledu očekivanja cena kratkotrajne i povremene (jer ne postoji dugotrajna nezaposlenost iznad prirodne stope), (2) da su svi pokušaji stabilizacije monetarnom i fiskalnom politikom predodređeni na promašaj usled racionalnih očekivanja koja smanjuju njihov efekat) i (3) da se ne mogu sprovoditi ac hoc mere za neutralisanje poremećaja (jer politika stabilizacije, usled akceptiranja očekivanih poremećaja od strane privatnog sektora, izaziva veće destabilizacione poremećaje). Očigledno je, tvrdi Modigliani, da ovi zaključci, derivisani iz uvedenog MREH u Fridmanov model reprezentuju ponov-

[246] R. Shackleton i G. Locksley, Twelve Contemporary Economists, Macraillan, London, 1981, R. M. Solow, On Theories of Unemployment, American Economic Review, mart 1980.

[247] J. F. Mutli, Rational Expectations and the Theory of Price Movements, Econometrica, juli 1961, st. 315-335, R. E. Lucas, Econometric Pomcy Evalutaion: A Critique, Journal of Monetary Economics, 1/76, st. 19-46, T. J. Sargent, A Classical macroeconomic Model for the United States, Journal of Political Economy, april 1976, st. 207-237. i T. J. Sargent i N. Wallece, Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Monev Supply Rule. Journal of Political Economy, april 1975, st. 241-257

no otkriće, koje je Kejnz saopštio pre više od 40 god.[248] Iz tog razloga, Modigliani tvrdi da tzv. revolucija makroekonomskih racionalnih očekivanja i nije revolucija u sklopu monetarističkih nasrtaja na kejnzijance.

Kejnz je, naime, isticao da kada bi radnici uvek mogli da preduzmu akciju, kad zaposlenost nije potpuna, da smanje svoje zahteve u novcu na onaj iznos koji je potreban da bi novac postao obilan u odnosu na jednicu najamnine, da kamatna stopa padne na nivo koji odgovara punoj zaposlenosti, onda bismo bili u situaciji da monetarno regulisanje, usmereno na postizanje pune zaposlenosti, prepustimo radničkim sindikatima umesto bankarskom sistemu. U pravu je, stoga, Modigliani kada u kritici makroekonomskog modela racionalnih očekivanja kaže da je jedina novina MREH u zameni kejnzove reči "kad" sa rečju "pošto" iako B. Fridman, ispravljajući nedostatak modela u okviru MREH a, dokazuje se on može tumačiti samo kao objašnjenje dugoročne, a ne kratkoročie ravnoteže. Meltzer je, s tim u vezi, pokušao da objasni glavnu ulogu očekivanja u okviru "opšte teorije" i da uporedi Kejnzova gledišta o teoriji verovatnoće i očekivanja sa zapaženim gledištima poznatim kao racionalna očekivanja,[249] verifikujući značaj monetarističkih racionalnih očekivanja naspram Currievoj[250] tvrdi da nestabilnost anticipacija produkuje šok. Lukas je, pak, u svojoj "ravnotežnoj teoriji poslovnih ciklusa", izložio kritiku poznate Filipsove krive, koja treba da pokaže kako povećanje inflacije vodi povećanju zaposlenosti. Pošto se iz Filipsove krive postulira relacija između stope nezaposlenosti (ili nivoa nacionalnog dohotka) i rast cena (ili inflacije), Lukas[251] tvrdi da se visoka stopa nezaposlenosti održava uprkos visokoj i rastućoj inflaciji iz razloga što ni iracionalnost radnika (njihova sklonost na kojoj je insistirao Kejnz da bude pod novčanom iluzijom, tj. da se rukovode novčanom, a ne stvarnom najamninom) niti "slobodni parametri" (stopa povećanja inflacije), ne mogu da objasne poslovne cikluse iz poslednje decenije. Iako je moguće da nadnice budu ridigne u padu. Kejnz, ipak, potvrđuje tezu da individue ne interesuje apsolutni nivo realnih nadnica već njihove relativne najamnine, što znači da je kejnzijanska politika zaposlenosti i danas u potpunosti primenljiva.[252] Međutim, ukoliko su nominalne najamnine rigidne nadole utoliko dodatna ponuda na tržištu rada ne može biti apsorbovana, pogotovu u uslovima kada inflacija potkopava

---

[248] R Modigliani i A. Ando, Impact of fiscal actions on aggregate income and the monetarist conirovery: Theory and evidence, u J. L. Stein, Monetarism, North-Holland, Amsterdam, 1976, st. 17-42. i J. M. Keynes, The General Theory of Employment, Interest and Money, N. York, 1935, st. 267.

[249] A. H. Meltzer, Keynes's Generan Theory: A Different Perspective, Journal of Economic Literature 1/81, st. 34-64

[250] D A Currie Money Supply, Rules, Government Financing and the Design of Automatic Policy-Responses, Department of Economics Discussion Papers, Queen Mary College, No. 66 1980. i Monetarist Policies and Neo-Keynesian Altenratives, Thames Papers in Political Economy, 1981.

[251] R. E. Lucas, Studies in Business Cycle Theory, Basil Blackwell, Oxford, 1981.

[252] A. H. Meltzer, Keynes's General Theory: A Different Perspecitve, Journal of Economic Literature 1/81. st. 34-64.

temelje budućeg rasta. Stoga, Minford tvrdi da je makroekonomska politika nesposobna da redukuje nivo zaposlenosti.[253]

Majer je, po Frišu, zapostavio pravilo endogenog predviđanja u procesu eksplikacije teoreme akceleracije i monetarističkog mehanizma transmisije, iako Fridman, Bruner i Lidler eksplicitno ili implicitno smatraju teoremu akceleracije kompatibilnom sa modelom adaptivnog formiranja predviđanja (pošto se promenom stope povećanja novčane mase usled nepredviđanja inflacije može delovati na realne varijabile, tj. proizvodnju i cene).[254]

Polazeći od ravnoteže tržišta rada u kome se stopa rasta nominalnih nadnica (W) određuje rastom granične produktivnosti (g) i predviđenom stopom inflacije (π^*): $w = g+\pi^*$, Fricsh dokazuje da stopa rasta realne tržišne nadnice proističe iz razlike $W-\pi = g+ \pi^* - \pi$ tj. iz razlike između stope rasta nominalnih nadnica (w) i stvarne stope inflacije (π). Nastupanje nepredviđene inflacije dovodi do opadanja stopa rasta realne tržišne nadnice ispod stope granične produktivnosti rada i do obaranja stope nezaposlenosti ispod "prirodnog nivoa" (u^*), koji korespondira stanju ravnoteže u kome je $\pi=\pi^*$. U stanju, formalizovanom jednačinom procesa prilagođavanja $dN/dt = N\cdot y\ [g\ (N) - (w-\pi)]$, porast zaposlenosti je, po Fricshu, proporcionalan razlici rentabilnosti $g - (w - \pi)$, pri čemu nominalne nadnice mogu da rastu sve dok egzistira pozitivna razlika $\pi-\pi^*$ i dok stopa nezaposlenosti ne dođe na u^*. Ali, svako novo insistiranje na spuštanje stope nezaposlenosti ispod tzv. prirodnog nivoa (i^*) implikuje ubrzanje rasta novčane mase.

Međutim, za razliku od Fridmana, Laidlera, Brunnera iSteina, koji operišu sa adaptivnim modelom prilagođavanja predviđanja, Lukas, Sargent i Wallace operišu modelom "racionalnih predviđanja" (MREH) baziranom na pretiostavci da predviđanje ekonomskih varijabila određuju datu varijabilu u stvarnosti.[255] Barroova ekonometrijska analiza REH-a potvrđuje teoremu akceleracije, budući da samo nepredviđene promene novčane mase utiču na realne varij abile. U projekciji predvđene stope rasta novčane mase, povećanje novčane mase objašnjava se izdacima javnog sektora, odgođenom stopom povećanja novčane mase i

[253] Minford ide toliko daleko kada smatra da je redukcija prestacija za socijalno osiguranje za 15%, uključujući i ukidanje tzv. primova na nadnice i indeksacije najamnina, dovoljna za smanjenje nezaposlenosti za tri godine (P. Minford i D. Pee1 Is the Goverments Economic Strategy on Course, Loyods Bank Review, april 1981.)

[254] Pojedini monetaristi, doduše, zanemaruju tržište rada (E.Classen, Short Period Fluctuations in Nominal and Real Income: A Monetarist Model, u E. Claassen i P. Salin (Ed.), Stabilization Policies in Interdependent Economies, North-Holland, Amsterdam, 1972.

[255] J. L. Stein, Inside the monetarist black box, u.T. L. Stein (Ed.), Monetarism, North-Holland, Amsterdam, 1976, st. 183-232., R. E. Lucas, Econometric Testing of the Natural Rate Hypothesis, u 0. Eckstein (Ed.), The Econometrics of Price Determination, N. York, 1972, st. 50-59, Th. J. Sargent, Rational Expectations, the Real Rate of Interest, and the Natural rate of Unemployment, Brookings Papers on Economic Activity, No 2, 1973. i Th. J. Sargent i N. Wallace, Rationale Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the optimal Money Supply Role, Journal of Political Economy. Vol. 83, 1975, st. 251-254.

odgođenom stopom nezaposlenosti. Razlika između stvarne i prognozirane stope povećanja novčane mase (mt - mt*) reprezentuje nepredviđenu komponentu povećanja novčane mase. Empirijski dokazi Barroa idu u prilog teoreme akceleracije (a ne u prilog REH) jer je akceleracija stope rasta novčane ponude u SAD u periodu 1965-75. god. dovodila do promena zaposlenosti i proizvodnje.[256]

Pored razlika u pogledu dovođenja ukupne potrošnje, proizvodnje i nivoa cena u novu ravnotežu, Maltzer naglašava i razlike u polemici između monetarista i kejnzijanaca u pogledu nezaposlenosti i tumačenja nezaposlenosti. Svaku cikličnu nezaposlenost kejnzijanci ocenjuju posledicom nedovoljne potrošnje privrednog sektora, čak i kada nezaposleni dobijaju naknadu ekvivalentnu nominalnim nadnicama (s obzirom da društvo gubi onaj obim proizvodnje, koju bi mogao imati u periodu potpune zaposlenosti). Međutim, smanjivanjem nominalnih nadnica sami radnici nisu u mogućnoshi da redukuju nezaposlenost, iz razloga što neelastičnost nominalnih nadnica nadole objašnjava na kejnzijanski način ponudu radne snage.[257] Usled toga je javna politika eliminisanja nezaposlenosti poželjna sa gledišta društvene koristi. Samim tim, i socijalna politika bazira se na kejnzijanskim propozicijama (Feldstein).

Kejnzijanci tumače cikličnu nezaposlenost kao nevoljnu nezaposlenost pod uslovom da porast nivoa cena, koji obara nivo realnih nadnica, utiče na povećanje zaposlenosti.[258] U klasičnoj kvantitativnoj teoriji negira se ciklična nezaposlenost budući da su ciklične fluktuacije zaposlenosti i proizvodnje posledica poremećaja u realnom sektoru, koji utiču na ponudu, i posledica poremećaja u monetarioj sferi, koji utiču na potrošnju. Promene ukupne potrošnje i ukupne ponude indikuju znatno veća kolebanja cene u poređenju s kolebanjem nominalnih nadnica. Promene realnih nadnica su obrnuto srazmerne promenama nivoa cena, kada potrošnja raste, odnosno nezaposlenost i realne nadnice su obrnuto srazmerne, kada ponuda opada. Nezaposlenost i realne nadnice su upravo srazmerne posle smanjenja potrošnje, odnosno promene realnih nadnica su upravo srazmerne nivou cena kada ponuda raste (Maltzer i Thornton).[259] Doduše, Thornton, opisujući nezaposlenost kao privremene nedaće, pada na kejnzijanske pozicije: nominalne nadnice su manje elastične nadole nego cene; a da bi se, donekle, razlikovao od kejnzijanca unosi stav da su nominalne nadnice neelastične i nagore, ukoliko se predviđena inflacija ne menja.

---

[256] R. J. Barro, Unanticipated Money Growth and Uneployment in the United States, American Economic Review, No. 2, 1977, st. 101-115. i W. Poole. Rational Expectations in the Macro Model, Brookings Papers on Economic Activity, No. 2, 1976, st. 484-487.

[257] Sporije usklađivanje nadnica nego nivoa cena kejnzijamska teorija objašnjava pravilo rasta realnih nadnica u uslovima recesije.

[258] U ovom kontekstu je zanemarena razlika između predviđenih i nepredviđenih promsna cenai nadnica, s jedne strane, i razlika između predviđenog dohotka i tekućih primanja, s druge strane

[259] H. Thornton, An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain, Kelley, N. York, 1965., st.237-239.

Prema tome, klasična, kao i monetaristička, tumačenja nezaposlenosti razlikuju se od kenzijanskog tumačenja, budući da zaposlenost u toku ciklusa smatraju prolaznom i privremenom pojavom. Monetarističko tumačenje u teoriji zaposlenosti i fluktuacije, veli Maltzer, počinje Fridmanovim razgraničavanjem stalnog i privremenog dohotka (koji, isti autor, definiše kao očekivani tok i tekućih primanja).[260] Radnik, u biti, smatra se nezaposlenim, tek kada revidira naniže svoj stalni dohodak i kada predviđa revidiranje svoje buduće zarade u skladu sa planom potrošnje. Radnik tada bira opciju smanjivanja dohotka i potrošnje na osnovu redukovanja tekuće realne nadnice, pošto se već smatra nezaposlenim. Predviđeno smanjenje dohotka smatra se merilom smanjenja proizvodnje sa društvenog stanovništva. U suprotnom smislu, period privremene nezaposlenosti, ukoliko je u skladu sa hipotezom o stalnom dohotku, ne vodi predviđanju revidiranja dohotka.

Jer, privremeno otpuštanje radnika, usled cikličnih kretanja ne dovodi do menjanja stalnog dohotka, tako da radnik, prema teoriji zaposlenosti sa gledišta stalnog dohotka, nije zaposlen u ekonomskom smislu, a i ukupna proizvodnja se ne smanjuje sa društvenog stanovišta. U stvari, Fridmanova koncepcija polazi od razlike između tekućih primanja i dohotka, pri čemu je predviđeni dohodak poznat, a vremenski raspored primanja neizvestan (jer primanja fluktuiraju oko predviđenog dohotka). I, ukoliko se sadašnja vrednost negativnih odstupanja neutrališu predviđenim pozitivnim odstupanjima, radnici se smatraju zaposlenim u ekonomskom smislu i obrnuto. Fridman je, međutim, docnije više naglašavao razliku između predviđenih i nepredviđenih promena nadnica ili nominalnog dohotka, umesto razlike između stalnog i privremenog dohotka.[261] Novouvedena razlika u teoriji zaposlenosti reprezentuje uticaj na realne nadnice (jer inkorporiše razliku između sadašnjih i ranijih istih budućih efekata inflacije), dok prethodna razlika reflektuje dejstva fluktuacije privredne aktivnosti na tekuća primanja i zaposlenost. Novija tumačenja Beilya, Lukasa, Azariadisa, Phelpsa i Taylora reprezentuju inoviranu osnovu za monetaristička tumačenja u oblasti teorije zaposlenosti i fluktuacija.[262] Međutim, i nadalje egzistiraju dva osnovna uzroka neizvesnosti u domenu vremenskog rasporeda primanja u vidu realnih i monetarnih poremećaja, koje je Meltzer uveo i izrazio u klasičnoj kvantitativnoj jednačini. Po Meltzeru, oba poremećaja modifikuju tekuću proizvodnju (Y) u odnosu na predviđenu proizvodnju, tj. u F (K, L). Realni poremećaji menjaju tekuću proizvodnju

[260] M. Friedman, A Theory of the Consumption Function, Princeton, 1957.
[261] M. Friedman, The Role of Monetary Policy, American Economic Review, mart 1968, st. 1-17.
[262] M. N. Baily, Wages and employment under Uncertain Demand, Review of Economic Studies, Vol. 41. 1974, st. 37-50, C. Azariadis, Implict Contracts and Undetemployments equilibria. Journal of Political Economy, Vol. 83, 1975, st. 1183-1202.. R. E. Lukas, Understanding Business Cycles, Carnegie-Rochester Conference Series, Journal of Monetary Economics, dodatak. No. 5. 1977, st. 7-29, E. S. Phelps, Microeconomic Foundation of Employment and Inflation Theory, W. W. Norton, N.York] 1970. i E. S. Phelps i J. B. Taylor, Stabilizing Powers of Monetary Policy under Rational Expecations, Journal of Political Economy, Vol. 85, 1977, st. 163-190.

za iznos E, dok monetarni faktori modifikuju nivo cena u odnosu na nominalne nadnice. I, ukoliko zabeležena kolebanja tekuće proizvodnje ne predstavljaju odstupanje tekuće proizvodnje od Yo = F (K, L), utoliko predviđeii dohodak društva ne odstupa od proizvodnih mogućnosti (Yo). Jasno je, pri tome, da se dohodak razlikuje od tekućih primanja i da su koristi od novca i koristi od duga i kapitala deo dohotka, koji služi za potrošnju, iako ne ulazi u tržišnu vrednost proizvodnog dohotka (Meltzer).

Teorija zaposlenosti sa stanovišta stalnog dohotka, odnosno realnih i monetarnih poremećaja implikuje sniženje realne nadnice u periodu recesije radi održavanja nivoa zaposlenosti i uvodi varijabilitet u dohodak u funkciji smanjenja kolebanja tekućih primanja. Ali, ukoliko nezaposleni nisu sigurni u proces smanjenja dohotka, koji je izazvan smanjenjem sadašnjih realnih nadnica, i proces njegovog neutralisanja povećanjem budućih realnih nadnica i dohotka, utoliko se potrošnja neminovno smanjuje u celom životiom ciklusu. U Meltzerovoj grafičkoj interpretaciji dejstva promena izdataka na proizvodnju i cene, predviđeni dohodak ostaje nepromenjen u uslovima pune zaposlenosti (Yo), iako tekuća proizvodnja i tekuća primanja fluktuiraju. Sa nominalnim poremećajima, smanjuje se potrošnja (na Ei Ei) tekuća proizvodnja (na Yi) i nivo cena (na pi) tako da se privreda nalazi u privremenoj, kratkoročnoj ravnoteži (p>Yy). Ponuda radne siage, u zavisnosti od kretanja r, raste, a tražnja radne snage opada. Nominalne nadnice (W) se smanjuju. Zaposlenost je manje od nivoa zaposlenosti (Lo) pri proizvodnji i Yo. Javlja se privremena nezaposlenost, pri čemu predviđena primanja ostaju nepromenjena (ukoliko se predviđeni dohodak zadržava u Uo), tako da razlika između tekućih primanja i predviđenih primanja daje privremeni dohodak.

Sa stanovišta stalnog dohotka, zabeležena nezaposlenost menja se cikično, jer je zaposlenost (u poziciji YiPi) manja od pune zaposlenosti (Lo) i veća, usled smanjenja nadnica (w), od tzv. kejnzijanske zaposlenosti. Po teoriji zaposlenosti sa gledišta stalnog dohotka radnici ne teže smanjenju realnih nadnica obaranjem nominalnih nadnica u periodu recesije, ukoliko se predviđeni dohodak ne menja, niti očekuju održavanje nominaliih nadnica u periodu recesije na nivou nominalnih nadnica u uslovima pune zaposlenosti (Wo), jer to ne odgovara njihovim planovima u životnom ciklusu i tekućim predviđanjima (usled mogućeg smanjenja zaposlenosti radi zadržavanja nivoa Wo). Suprotno tome, po kejnzijanskoj teoriji nominalne nadnice potpuno su neelastične, a kriva ponude radne snage ima oblik obrnutog toka L, pri nadnicama u uslovima pune zaposlenosti. Sa stanovišta teorije stalnog dohotka, nominalne nadnice su neelastične i nadole i nagore usled nemenjanja predviđanja budućih cena i stalnog dohotka. U uslovima visoke potrošnje (E2E2), proizvodnje (Y2) i nivo cena (Pg) na liniji preseka YY i E2E2 pokazuju da se zaposlenost i nominalne nadnice povećavaju. Nominalne nadnice se povećavaju sporije od nivoa cena (Thorntonova pretpostavka), tako da se realne nadnice efektivno smanjuju. Smanjenje realnih nadnica i povećanje zaposlenosti, kao rešenje, isključuje postavku "veće realne nadnice i manja zaposle-

nost" u uslovima monetarnih poremećaja, koji izazivaju recesiju, niže realne nadnice i manju zaposlenost posle negativnih realnih poremećaja, i veće realne nadnice u veću zaposlenost posle pozitivnih realnih poremećaja. "Ukoliko sadašnja vrednost povećanja i smanjenja realnog dohotka bude u skladu sa predviđenim dohotkom celog života, nema razloga da se kriva ponude radne snage kao funkcija realne nadnice promeni" (Meltzer); stoga je stvarna i predviđena nezaposlenost privremena pojava (Feldstein).[263]

Teorija zaposlenosti sa stanovišta stalnog dohotka implikuje rast realnih nadnica u uslovima recesije koja je izazvana monetarnim poremećajima, odnosno pad realnih nadnica u uslovima recesije koja je izazvana realnim poremećajima. Moldiganijeva jednostavna korelacija između realnih nadnica i nezaposlenosti ne sadrži nijednu informaciju o teoriji zaposlenosti sa gledišta stalnog dohotka ukoliko istovremeno nije izložen glavni uzrok recesije i konjunkture.[264] Samo pozitivna veza između realnih nadnica i nezaposlenosti u toku recesije, smatra Maltzer, podržava hipoteza o stalnom dohotku, pod uslovom da je recesija najvećim delom posledica promena ukupne tražnje.

U monetarističkim privredama radnici ne mogu očekivati konzistentan skup odredaba kolektivnih ugovora koji simultano održavaju zaposlenost i realne nadnice na nepromenjenom nivou u periodu nepredviđenih realnih i monetarnih poremećaja, koji deluju na promene relativnih cena i strukturu potrošnje i proizvodnje. U takvim uslovima, radnici jedino mogu smanjiti troškove fluktuiranja primanja na minimalne troškove, koji su posledica rizika, jer kolektivni ugovori raspoređuju troškove rizika na radnu snagu. Odredbe formalnih i neformalnih ugovora omogućavaju radnicima da smanje varijabilnost zaposlenosti, prihvatajući varijabilnost realnih nadnica. U grafičkoj interpretaciji Maltzer sporo usklađivanje nominalnih nadnica i fluktuacije ukupnih izdataka implikuju kontraciklične fluktuacije realnih nadnica zaposlenih. Veća primanja zaposlenih od dohotka u periodu recesije, rekompenzuju se manjim primanjima od dohotkau periodu ekspanzije. Situacija je, međutim, sasvim obrnuta za slučaj nezaposlenosti.[265]

Indeksacija kolektivnih ugovora redukuje troškove, koji su posledica promena nominalnih cena. No, indeksacija ne redukuje troškove nametnute promenama relativnih cena. Stoga, monetaristička teorija znatno veći značaj pridaje fluktuacijama relativnih cena aktive i proizvodnje u odnosu na kejnzijansku i klasičnu teoriju, ali ne objašnjava retroaktivno usklađivanje realnih nadnica radi nadoknade gubitaka izazvanih nepovećanim poremećajima u realnom i monetar-

[263] M. S. Feldstein, The Importance of Texporary Layoffs: An Empirical Analysis. Biool ings Paptrs on Economic Activity, maj 1975, st. 725-745. i A. H. Mehzer, Anticipated Inflation and Unanticipated price Change- ATest of the Price Specie Flow Theory and the Philips Curve, Journal of Money, Credit and Banking. No. 9. 1977, st. 182-203.

[264] F. Modigliani, The Monetarist Contraversy or should we forsake Stabilisation Policeies, American Economic Review, Vol.67, 1977, st.1-19.

[265] R.J. Gordon, Structural Unoployment and the Productivity of Women Carnegie-Rochester Conference Servis, Journal of Monetary economics, dodatak, No.5.1977. st. 181-229.

nom sektoru. Po Azariadosovoj, Baillyovoj, Phelpsovoj i Taylorovoj teoriji o tržištu radne snage, fluktuirajuća primanja zaposlenih zahtevaju dopunsku naknadu po osnovu rizika od fluktuiranja primanja. Iznos naknade utiče na strukturu nadnica, ali pravilno predviđanje fluktuacije primanja čini predviđeni dohodak poznatim. U takvim uslovima, zabeležena nezaposlenost utiče na potrošnju tokom životnog ciklusa samo pod uslovom izazivanja promena vrednosti stalnog, odnosno predviđenog dohotka. Mere ekonomske politike koje deluju na redukciju zabeležene nezaposlenosti u periodu recesije, provociraju povećanje ostvarenog realnog dohotka, pod uslovom da radnici zamenjuju nezaposlenost u sadašnjem i budućem periodu sa radom u tekućem periodu. Politika zaposlenosti, ukoliko ne utiče na stalni dohodak, ne deluje ni na dugoročnu ponudu radne snage, Ponuda radne snage, sa gledišta stalnog dohotka u teoriji zaposlenosti, zavisi od realnih nadnica i predviđenog dohotka, pošto su nominalne nadnice neelastične naviše i naniže u uslovima kada je stopa predviđene inflacije konstantna (Modigliani). Jer, "radnici moraju da predvide ponudu radne snage uz realne nadnice koje im dozvoljavaju da zarade dohodak koji im je potreban za njihovu predviđenu potrošnju" (Maltzer). Dugotrajna depresija ili recesija verovatio smanjuje predviđeni dohodak i stopu rasta realnih nadnica, dok dugotrajna ekspanzija povećava predviđeni dohodak i stopu rasta realnih nadnica.

Poznato je, u teoriji i praksi, da fluktuacije ekonomske aktivnosti i zaposlenosti modifikuju iznos primanja. Kejnzijanska teorija, sve ciklične promene primanja smatra i tretira kao nevoljnu nezaposlenost, dok klasična teorija zaposlenosti ciklične fluktuacije tretira sa stanovišta njihovog uticaja na promene primanja u odnosu na dohodak. Monetaristička teorija, koja je bliža klasičnoj nego kejnzijanskoj teoriji, stavlja težište na realne nadnice i prirodnu stopu nezaposlenosti, te pobija tvrdnju da su promene zaposlenosti i proizvodnje nezavisne od cena u privrednom ciklusu (Mayer).[266]

3. TEORIJA INFLACIJE

Inflacija je - veli Fridman - uvek i svuda monetarni fenomen[267] u smislu da se ona stvara i može da se stvori samo rastom količine novca koji je brži od

[266] T. Mayer, The Structure of Monetarism, Kredit und Kapital 2 i 3, 1975, st. 190-218 i 293-310. i Der Einfluss der Modern Geidtheorie auf die US-Geidpolitilc, Kredit und Kapital 3/82, st. 365-385., G. Macesich, Monetarism, Theory and Policy, Praeger, N. York. 1983. i N. A. Makaševa Sovremenny i monetarism: Nekotorve voiposv teoriy i ekonomicheski politiki, Ekonomika i matematicheskie metody 5/82, st. 765-780.

[267] U okviru monetarističke teorije, inflacija se izvodi iz procesa tražnje sa ponuđenom količiiom novca, pri čemu se pretpostavlja stabilnost funkcije tražnje novca i autonomnost tokova ponude novca. Kretanje novčane mase je ključna varijabila u objašnjenju inflacionog procesa, pogotovu ukoliko emitovana količina novca prevazilazi tražnju realnih stokova novca. Monetarietički model teorije inflacije poslužno je kao teorijski okvir za poznatu Caganovu analizu sedam hiperinflacija u kojoj ključnu varijabilu u eksplikaciji tražnje novca (kao stabilne funkcije u uslovima rasta brzine cirkulacije novca) čini očekivana

stope rasta proizvodnje. Blinder, pak, smatra da je samo trajna inflacija uvek i svuda monetarna pojava.[268] Razmatrajući uticaj monetarnog rasta na inflaciju, Selden[269] je u potpunosti potvrdio tezu monetarista da je inflacija monetarni fenomen (iako Rueff tvrdi da svaki porast količine novca, ne izaziva porast cena). U osnovi, monetaristi, smatrajući inflaciju monetarnom pojavom,[270] dokazuju da inflacija, recesija, nezaposlenost i kriza platnog bilansa, proističu iz pogrešne politike novca koja dovodi do bržeg rasta novca u opticaju od rasta proizvodnje (Fridman),[271] pri čemu monetarno indukovane fluktuacije stopa povećanja cena otežavaju razlikovanje relativnih od apsolutnih promena cena. Monetaristi su, po mišljenju Gordona, obično smatrali da je svako tvrđenje da inflaciju izazivaju neekonomski faktori, protivrečno monetarnom pristupu, iako je Hiks svojevremeno upozoravao da problemi inflacije nisu monetarne prirode i da se ne mogu rešavati monetarnim sredstvima.[272]

Prema shvatanjima pristalica kejnzijanske škole, inflacija se javlja kada novčana tražnja premašuje ponudu roba i usluga, koja, u uslovima brzog privrednog rasta, dovodi do iscrpljivanja rezervi proizvodnih činilaca. Stoga, antiinflaciona kejnzijanska politika pledira na smanjenje preterane tražnje povećanjem poreza i kamatnih stopa, kao i smanjenjem javnih rashoda.[273]

"Kejnzovom erom" su Kejnzovi sledbenici (O. Colm, A. Hansen, M. Gilbert, W.Salant, R. Nathan, M. Meehan, S. Kuznets, J. Robinson, S. Harris, R. Kahn, W. Heller i dr.) u potpunosti reafirmisali fiskalnu politiku,[274] mada su kasniji postkejnzijanci i neokejnzijanci često isticali da se dobro smišljenim stručnim usklađivanjem monetarne i fiskalne politike može inflacija sprečavati i puna zaposlenost postizati daleko bolje nego oslanjanjem na "jednu politiku".

Teoretičari tzv. troškovne inflacije, po kojima je uzrok rasta cena porast nadnica, insistiraju na primeni politike dohotka, koja paralelno kontroliše cene i zarade. Lerner je, u tom kontekstu, tvrdio da nedovoljna tražnja koja se javlja simultano sa porastom cena ukazuje na činjenicu da postoje sile koje deluju nezavisno od uslova tržišta, iako je Harrrod smatrao da su uzroci ekspanzije cena i nadnica sociološki. Iz tih razloga, politiku regulisanja tražnje i politiku dohodaka,

---

stopa rasta cena (Hagger i Ackley).

[268] A. S. Biinder, Economic Policy and Ihe Great Stagflation. Academic Press, N. York, 1979.

[269] R. T. Selden, Money and Inflation in the United States, Canada and Europe, Proceedings and Reports,Florida State University, Talahassee, st. 15, 1981.

[270] L. Yeager, Monetary Policy and Economic Performance, Washington, 1972, st. 13.

[271] M. Friedman, The Counter-Revolution in Monetary theory, Occasional Papers, No. 33, 1976, str. 6

[272] R. J. Gordon, Recent Developments in the Theory of inflation and Unemployment, Journal of Monetary Economics, No. 2, 1976, str. 185-221, E. S. Phelps, Microeconomic Foundations of Employment and Infaltion Theory, Norton, N. York, 1970, E. S. Phelps J. B. Taylor, Stabilizing Powers of Monetary Policy Under Rational Expectations, Journal of Political Economy, f 1977, str. 163-190.

[273] R. Lekacliman, The Age of Keynes, Random House, N. York, 1966.

[274] W. Heller, New Dimensions of Political Economy, Harvard University Press, Cambridge, 1966., S. Harris, The New Economics: Keynes; Influence on Theory and Public Policy, A. E. Knop, N. York, 1947. a J. Tobin. The New Economics One Decade Later, Princeton University Press, Princeton, 1974.

kao sredstva aitiinflacione politike, valjalo je primenjivati u periodu hlađenja konjunkture, odnosno u periodu podsticaja konjunkture.[275]

Ocenjujući nemonetarističke teorije inflacije, Fridman smatra da porast investicija iznad štednje, pritisak nadnica, profita i materijalnih troškova, i porast budžetskih deficita mogu indukovati inflaciju, jedino ako produkuju porast tokova novca. Inflaciju, dakle, monetaristi izvode iz analize monetarističkog transmisionog mehanizma, koji implikuje proces usklađivanja tražnje novca sa ponudom novca. Stalno odstupanje emitovane količine novca od tražnje realnih stokova novca dovodi do stvaranja inflacionih sila, tako da kretanje novčane mase reprezentuje ključnu varijabilu za eksplikaciju inflacionih procesa. U tom smislu, načela monetarističke antiinflacione politike reprezentuju bitno smanjenje javnih rashoda, smanjenje poreza i javnih zajmova, kontrolu prirasta novčane mase, napuštanje politike dohotka (tj. kontrole cena i zarada) i dr. Međutim, monetaristi Brunnel i Maltzer,[276] ističući nedostatke Fridmanove teorije inflacije, dokazuju da je uticaj monetarnih faktora na kretanje cena i dohotka u dugoročnom periodu, pored fiskalnih i Wicksell-Kejnzijanskih faktora (anticipiranje porasta realnog prihoda od kapitala i povećanje budžetskog deficita i stokova obveznica), osnovni uzrok inflacije.[277] Porast monetarne baze, anticipiranje rasta realnog prihoda od kapitala i povećanje budžetskog deficita i stokova obveznica provociraju usklađivanje relativnih cena na tržištu autputa, novca, kredita i imovine, i dovodi do porasta opšteg nivoa cena.

Teorijski pristupi inflacije tražnje su, prema tome, u poslednje dve decenije izuzetno obogaćeni,[278] budući da teorija inflacije tražnje anglobira kejnzijansku i monetarnu teoriju. U sklopu monetarne teorije inflacije tražnje (derivirane iz kvantitativne teorije novca), promene količine novca (nominalne), kao fundamentalna determinanta agregatne tražnje, indukuju rastući trend nivoa cena (Fridman, Maltzer, Cagan, Lucas, Johnson, Yeager, selden, Brunner, Bronfenbrenner,

---

[275] A. Okun i G. Perry; Curing Chronic Inflation, Brookings Institutions, Washington, 1978., J. Trevithick i C. Mulvey, The Economic Analysis of Inflation, Martin Robertson, Oxford, 1975., F. Hirsch a J. Goldthorpe (Ed.). The Political Economic of Inflation, M. Robertson, Oxford, 1978., J. Flemming, inflation, Oxford University Press, Oxford, 1976.

[276] K. Brunner I A. Meltzer, Friedman's Monetary Theory, Journal of Political Economy, 1972.

277 M. Culbertson, Money and Banking, McGraw-Hill N, York, 1972, P. A. Davidson, Keynesian View of Friedman's Theoretical Framework for Monetary Analysis, Journal of Political Economy, oktobar,1972., R. Dombusch n J. A. Frenkel, Inflation and Growth. Alternative Approaches, Journal of Money, Credit and Banking, 1973., S. Fischer, Stabilization Policy and Lags, Journal of Political Economy, Avgust 1973, R. B. Freedman, Labor Economics. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N. York 1972, H. G. Johnson, Inflation and tie Monetarist Controversy, North-Holland, Amsterdam. 1972. J. A. Johnston. A Macro-Model of Inflation, The Economic Journal, juli 1975.. A. Jones, The New Inflation, A Deutsch, London, 1973, B. Klein, The Competitive Supply of Money, Journal of Money, Credit and Banking, novembar 1974.

278 H. M. Kaufman, Financial Instituions, Financial Instituions, Financial Markets, and Money, Harcourt Brace Jovanovich, San Diego, 1983., A. O. Krueger, Exchange Rate Determination, Cambridge University Press, Cambridge 1983., G. II. Moore, Business Cycles, Inflation and Forecasting, Ballinger, Cambridge, 1983.

Mayer, Patkin, i dr. Monetaristi) [279]Monetaristička teorija inflacije, tražnje je manja diferencirana u odnosu na kejnzijansku teoriju, koja angaobira tri osnovna teorijska pravca. Naime, Keynes, A. Hansen, Koopmans i Harris, kao predstavnici kejnzijanstva, tvrde da je, prvo, agregatni višak tražnje osnovni generator inflacije, zatim, Turvey, B. Hansen , Turnovsy i Enthowen, pak, smatraju da je agregatni višak tražnje za robom i/ili za faktorima proizvodnje fundamentalni generator inflacije, i, najzad, Paish, Turner, Jackson i Trevithick smatraju da agregatni višak tražnje za robom ili/ili faktorima proizvodnje i/ili dohocima reprezentuje osnovni uzrok inflacije. Time je, u osnovi, pokrenuta kontroverzna polemika u pogledu teorije inflacije tražnje, prvo, u samom krilu kejnzijanskih shvatanja, a, zatim između kejnzijanskog i monetarističkog tabora.[280]

Poput teorije inflacije tražnje ("demand oull theories"), i teorije inflacije troškova, kao drugi teorijski pravac je relativno izdiferencirana, granajući se u tri osnovna pravca:[281] (1) autonomni rast troškova nadnica po jedinici proizvoda, osnovni je uzrok inflatornih pritisaka (Klein, Eckstein, Kendricki, Salter, Chamberlin, Holzman, Kaldor, Dick Mireaux, weintraub, Hoberler, Ball, Ballogh, Lipsey, Malinvaud i dr.), (2) opšti pritisak materijalnkh troškova osnovni je generator inflacije troškova (Dow, Ackley, Nove,Shinkai Kalecki, Wiles, Writh-tsmani dr.) i (3) opšti pritisak profita, odnosno dobiti po jedinici proizvoda, osnovni je faktor inflacije (Galbraith, Bhatia, Wilson, Hood, Rees, Lerner, Solow, Fitoussi i dr). Prema tome, inflacija nadnica ("wage inflation"), inflacija profita ("profit puch inflation") i inflacija materijalnih troškova u osnovi reprezentuju ključne teorijske segmente generalne teorije inflacije troškova.[282] No, razmatrajući

---

[279] H. G. Johnson, Essays in Monetary Economics, Unwin University Books, London, 1970,, Patinkin, Friedman on the quantity theory and KeynesianEconomics, Journal of Political Economy, 1972, K. Brunner n apyra, Fiscal and Monetary Policies in Moderate Inflation. Case Studies of Three Countries, Journal of Money, Credit and Banking, (1973., J. Tobin, Inflation nad Unemployment, American Economic Review, 1972, J, A. Trevithick, Keynes, Inflation and Monetary Illusion. The Economic Journal, Mart 1975., H. A. Turner i A. A, S. Jackson, On the Determination of General Wage Level, A World Analysis, The Economic Journal, aeqeMoap 1970. h S. J. Turaovsky, On the Role of Inflationary Expectations in a Short-Run Macro-Economic Model, The Economic Journal, juni 1974.

[280] R. G. Lipsey ,Incomes Policy: A Re-Appraisal, Economica, Maj 1970, R. Lucas, Real Wages, Employment and Inflation, Journal of Political Economy 5/69, F. A. Lutz, INFLATION and the Rate of Interrest, Banca Nazionale del Lavoro, Review, juni 1974., R. Mundell, Monetary Theory Inflation, Interrest and Growth in the World Economic, Pacific Palis, California, 1971., Y. C. Park, The Role of Money in Stabilization Policy in Developing Countries, Staff Papers, 1973., M. Parkin h J. a. Carlson, Inflation Expectations, Economica, Maj 1975., T. J. Sargent, Anticipated Inflation and Nominal rates, Quartely Journal of Economic, maj 1972. I A. Shapiro, Inflation, Lags and the Demand for Demand for Money, Internationale Economic Review 1/73.

[281] J. L. Stein, Unemployment. Inflation and Monetarism, Americal Economic Review, 1974, D. J. Smyth, Uneplovment and Inflation, A Cross Countrv Analysis of the Phillips Curye, American Economic Review, i 1971., P. Solow, Price Expectations and the Bahaviour of the Price Level, Manchester, 1969, P. Wiles, Cost Inflation and the State of Economic Theory, The Economic Journal, juni 1973. i D. Wrihtsman, Monetary Theory and Policy, The Free Press, N. York, 1971.

[282] Opširnije u G. Ackley, A Third Approach to the Analysis and Control of Inflation, R. Palrman (Red.), Inflation Demand-pull or Cost-push D. C. Heath and Company, Boston, 1966, Str. 39-63. O. Eckstein, A Theory of Wage Rate Changes, The REview of Economic Studies 4/1964, str. 262-286.. B.

inflaciju (Hart, James, Goethard, Wallich, Lutz, Lerner, Levinston, Balogh, Phelps, Gordon i dr.) samnim dejstvima i povratnim dejstvima troškova, cena i očekivanja promena troškova i cena za koju je karakteristično, bar za sadašnje uslove, i kombinaciju usporavanja rasta proizvodnje i ubrzavanja inflacije.[283] Otuda su proistekli i novi stavovi po kojima je pogrešno zaključivati da se inflacija može suzbiti jedino recesijom, da se tržišna moć monopola može obezbediti samo padom proizvodnje i da se snaga sindikata može redukovati jedino nezaposlenošću (Galbraith), odnosno da se problem inflacije automatski skida sa dnevnog reda upotrebom monetarističkog pravila (deceleracija stope rasta monetarne ekspanzije) ili strukturalističkog recepta (povećanje ponude).[284]

Treći teorijski pravac eksplikacije inflacije u osnovi reflektuje tzv. sektorsku inflaciju, Filipsovu krivu i kombinaciju inflacije tražnje i troškova.[285] Naime, sektorsko pomeranje tražnje i rigidnost nadnica i cena osnovni su faktori razvoja inflacije (Shultz).[286] U okviru teorije Filipsove krive razvijen je tzv. model "tradeof funkcije koji ističe međuodnos varijabila nezaposlenosti, nominalnih nadnica i cena (Philips, Samuelson, Peggy, Lipsey, Solow). Pri tome, kombinacija efekata elemenata tražnje i troškova u osnovi je doprinela razvoju inflacije (Duesenberry, Godwin, Pitschford, Phelps) i samoreprodukovanju inflacionih procesa.

Konačno, psihološke teorije inflacije, koje anglobiraju (1) dohodno psihološku teoriju vrednosti novca (Aflation), po kojoj je nivo cena funkcija varijacije dohodaka i funkcije predviđanja, (2) tzv. teoriju ponašanja (Denizet), po kojoj je nonašanje različitih društvenih grupa odlučujući faktor u kretanju cena, i (3) "teorija dominacije" (Peggoix), po kojoj dominantne firme i monopoli najsnažnije

---

Hsnen, A Studv in the Theory in the Theory of Inflation. George Allen Unwin. Lodon. 1961, Str. 19-47., F. Holzman, Inflation Cost-Push and Demand-Pull, American Economic Review, Mapt 1960, st. 20-42., A. Packer i S. Park, Distorsions in Relative Wages and shifts in tire Philips Curve, The Review of Economic and Statistics 1/1973, exp. 49-56.,S. Weintraub. Cost Inflation and the State of Economic Theory - A Comment. The Economic Journal, 1974, st. 121-148.

283 J. Marczewski, Theore de la stagflation et Experience de la France et de l'Allemagne, 1971-1979, Economic appliquee 4/81, str. 667-696.

[284] K. Lahiri, The Econometrics of Inflationary Expectations, North-Holland, Amsterdam, 1981., K. boulding, Evolutionary Economics. Beverly Hiils, Sage Publications, 1981, J. D. hey, Economics in Desequilibrium, Martins Robertson, Oxford, 1981.11 A. Lemern D. Colander, Anti-Inflation Incentives. Kyclos 1/82, str. 39-50.

[285] A. R. Braun, The Phillips Curve, Finance and Development, 1971., M. Desai, The , Phillips Curve: A REvisionist Interpretation, Economica, february 1975., F. D. Holzman, Inflation.Cost-Push and Demand-Pull, American Economic Review, I960., R. A. Kessel, Inflation and control, American Economic Review, 1972., S. G. Kolm, La tlreorie dela courbe inrlation-chomage, Revue economique, 2/70 i A. R Lemer, F]ation-Not Inflation of Prices, Not Deflation of Jobs, Quadrangle Books, N. York, 1972., E. S. Phelps, Money-Wage Dynamics and Labor-Market Equilibrium, Journal of Political Economy, jun 1968., A. W. Phillips. Employment, Inflation and Growth, Economica, (Januar 1962., D. A. Samuelson *a* G. Horwitch, Trade Stability and Macroeconomics, Academic Press, N. York, 1974. i C. T. Schultz, Sectorial Shiftts and Inflation, i R. Ball a R. Doyle (Ed.). Inflation, Penguin Books, London, 1969.

[286] U tom kontekstu poznat su tekstovi sektorske, odnosno strukturne inflacije u okviru agregatnih modela Dicks-M. Dowa, Seldena, Eksteina I Wisa, Ripleya I Segala I Barreta…) , dr. S. Popov, Lični dihoci i inflacija troškova u Jugoslaviji, Ekonomika, Beograd, 1983. st. 63-66.

utiču na kretanje cena, javljaju se kao svojevrsna dopuna teorijskih opservacija inflacije tražnje, inflacija troškova i sektorske inflacije, uključujući i tzv. uvoznu inflaciju (Machlup). No, i pored toga, glavne međusobno oponirajuće teorije o inflaciji ostaju da bitišu u ravni monetarističkokejnzijanske rasprave u formi različitog gledanja na inflaciju, različitog pridavanja značaja inflaciji i različitog metoda obaranja inflacije.[287]

Monetarističke postavke u eksplikaciji inflacije su: (1) stabilnost i značaj funkcije tražnje novca, (2) nezavisnost faktora koji utiču na tražnju i ponudu novca, (3) egzaktni oblik funkcije tražnje novca i drugih funkcija koje su sa njom povezane, (4) jednosmeran odnos rasta količine novca i stope, rasta nominalnog dohotka, (5) delovanje monetarnog rasta na rast nominalnog dohotka sa zakašnjenjem, (b) dejstvo novčane mase na nominalni dohodak u početku, usmereno je na povećanje proizvodnje sa neznatnim dejstvom na ceie, (7) monetarni rast deluje na cene u proseku od 6 do 9 meseci nakon dejstva na dohodak, (8) porast nivoa cena nastupa nakon proteka perioda od 12 do 18 meseci od momenta porasta količine novca, (9) inflacija je isključivo monetarni fenomen, (10) veza između količine novca i promena cena je čvrsta, (11) efekti očekivanja budućeg toka cena su značajni za razvoj inflacionog procesa, (12) monetaristički model inflacije podrazumeva implicitnu pretpostavku o potpunom konkurentnom tržištu i (13) u dugoročnom periodu kretanje proizvodnje je određeno realnim varijabilama (Fridman). Monetarističke postavke su, dakle,diversifikovane i široko postavljene, tako da pretenduju da "pokriju" čitavo teorijsko polje inflacije pogodno za "lociranje" monetarističkog pravila antiinflacione politike.

U kejnzijanskoj teoriji inflacije nivo dohotka i obim rashoda su glavne determinante inflacije, jer porast nominalnih dohodaka u uslovima pune zaposlenosti i uz konstantnu sklonost štednji dovodi do neravnoteže između ponude i tražnje i do rasta cena. U tom kontekstu, bazične pretpostavke za razvoj inflacije su: (1) cene su fleksibilne odnosno tržišno determinisane, (2) ponuda je u uslovima pune zaposlenosti kratkoročno neelastična na kretanje cena i tražnje, (3) suficitarna tražnja na tržištu robe automatski inducira višak tražnje na tržištu faktora proizvodnje, (4) porast ukupnog prihoda finansira se elastičnom ponudom novca i povećanjem količine novca u opticaju (uslovljeno smanjenjem kamatne stope), (5) deficitarno državno finansiranje investicija u tački pune zaposlenosti proizvodnih resursa omogućava porast nominalne tražnje iznad realnih fondova i (6) porast profita i porast nadnica su dopunski inflatorni impuls (sekundarni i tercijalni). Pošto je kejnzijanska teorija inflacije zasnovana na pretpostavci o zatvorenom tipu privrede, na zanemarivanju promena relativnih cena i strukture

[287] G. W. Wilson, Inflation, Indiana University Press, Indiana, 1982., H. Wagner, Inflation, Wiirzburga Vien, Phisica, 1983., T. M. Humphrey, Essays on Inflation, Federal Reserve Bank of Richmond, Richmond, 1980., A. Woll (Ed.), Inflation, John Martion Publishing, London, 1980., H. J. McCulloch, Money Inflation, A Monetarist Approach, Academic Press, N. York, 1982., R. B, McKeirae, The Limits of Economic Science, Kluwer-Nijhoff, Boston -Hague - London, 1982.

nadnica, na konstantnom realnom društvenom proizvodu i na zanemarivanju monetarnih faktora Koopmans, Smithies, Hansen, Hagger, Enthoven, Heller, Turvey, Clower, Leijonhufyud, Tobin, Modigliani i dr. postkejnzijanci i neokejnzijanci su pokušali da dinamiziraju teoriju inflacije i da teorijski preduprede fundamente kejnzijanske analize inflacije.[288]

Kejnzijanci su svojevremeno tvrdili da je monetarna politika neefikasna za savladavanje troškova inflacije i sektorske inflacije i isticali značaj fiskalne politike dopunjene politikom dohotka. Monetaristi su tvrdili suprotno: samo je monetarna politika efikasan instrument stabilizacije, jer budžetska politika ima za cilj jedino da izvrši uticaj ne realokaciju resursa iz privrednog u javni sektor. Monetaristi veruju da upotreba fiskalne politike ima drugorazredan značaj u ostvarivanju kratkoročne stabilizacije cena. Da bi se omogućila kontinuelna stopa rasta budžetskih rashoda imperativno je povećanje fiskalnih prihoda koji po pravilu dovode do smanjenja količine novca, pa, prema tome, i do smanjenja izdataka ekonomskih subjekata (monetaristi), odnosno kupovne moći držalaca novca (kejnzijanci), naravno pod pretpostavkom da se monetarni agregati stalno održavaju na nepromenjenom nivou. Monetaristi sumnjaju da povećanje fiskalnih prihoda nužko dovodi do smanjenja izdataka privrednog sektora i do reduciranja globalne tražnje, jer su ubeđeni da efekti poreza na izdatke i na potrošnju, zavise od dejstava promena tekućeg dohotka i uticaja na stalai dohodak i potrošnju. Naime, izdaci privrednog sektora se ne smanjuju, ukoliko je povećanje fiskaliteta praćeno istovremenim rastom javnih rashoda. Sem toga, smanjenje ukupne tražnje deflacionim dejstvom fiskalne politike može se nadoknaditi povećanjem količine novca, čak i onda kada tržišne kamatne stope rastu.

Svojevremeno je rastu društvenog proizvoda pod dejstvom smanjenja poreza pripisivai elegantan uspeh fiskalie politike od strane kejzijanaca i ortodoksnih fiskalista, iako su monetaristi smatrali da se dotični rast društvenog proizvoda u SAD u 1964. god. vezuje za efekte povećanja količine novca, Fridman je tada, suprotno od Hellera, konstatovao da se vremenska struktura kretanja novčane mase više poklapa sa vremenskom strukturom kretanja nominalnog dohotka nego sniženje poreza.[289] Kada je količina novca počela da raste pre nego što je sniženje poreza počelo da deluje, dohodak je počeo da se razvija bržim tempom. buđenje vere u monetarnu politiku, koja poseduje stepen fleksibilnosti, kakav fiskalna politika ne poseduje, otklanja potrebu da se neposredno manipuliše trošenjem i porezima i ostalim elementima koji se uključuju u kejnzijanski sistem sa jedne strane i zahteva da se javni proces odlučivanja svede na minimum, s druge strane, doprinelo je istiskivanju fiskalne politike iz stabilizacionog procesa

[288] A. S. Blinder - R. M. Solow, Does fiscal Policy matter?, A Correction, Journal of Public Economics, Vol. 5, 1976, Str. 183-194, Does fiscal policy still matter? A reply, Journal of public economics. Vol. 5, 1976, str. 501-510. Does fiscal matter?, A view from the government restraint - A Reply, Public Finance, Vol. 32, 1977, str. 390-392 i E. F. Infante - J. L. Stein, Does fiscal policy matter?, Journal of monetary economics. Vol. 2,1976, Str. 473-500

[289] M. Friedman i W. Heller, Monetary Versus Fiscal Policy, Norton, N. York, 1969, str. 55-72.

po cenu povećanja nezaposlenosti - u korist monetarističkog pravila obaranja inflacije.

Međutim, kompleksniji pristup teoriji inflacije, u kome se gube razlike u objašnjenju opšteg rasta cena inflacijom tražnje ili inflacijom troškova, trasirao je trend ka sve većoj saglasnosti stavova monetarista i kejnzijanaca.[290] Oštro suprotstavljanje inflacije tražnje i inflacije troškova nije odgovaralo realnim procesima, s obzirom na to da je inflacija posledica mnogih faktora, koji se kumulišu i integrišu. Prema tome, tek kasnije, kada je ojačao kompleksan pristup inflaciji uvidelo se da monetarna politika, onako kako je skiciraju monetaristi, nije dovoljna. Nemonetaristi, međutim, i tada, nisu tvrdili da je monetaristička logika netačna, Kejnzijanci su samo tvrdili da je monetarna politika nedovoljna i da je nužna primena, kako fiskalne, tako i politike dohotka. Samuelson je tada bio u pravu, kada je rekao da ako jedna privreda ima godinama potražnjom indukovanu inflaciju onda posle nje, sa sigurnošću, sledi inflacija troškova, kojoj se nije mogućno suprotstaviti restriktivnom monetarnom politikom kao što je bio slučaj obuzdavanja inflacije izazvane prekomernom tražnjom. Weinraub I Buonomo su stoga, ispravno "zatražili" sadejstvo monetarne i fiskalne politike i politike dohotka u suzbijanju inflacije,[291] svjedno o kakvom je tipu inflacije reč - inflaciji tražnje ili inflaciji troškova ili strukturnoj inflaciji u kumulativnom inflacionom procesu. Na taj način se monetarna politika pridružila fiskalnoj politici kao deo "kutije s alatom",[292] iako se fiskalna i monetarna politika nisu uvek savršeno "provodile" i savršeno koordinirale niti su uvek bile savršeno tempiraie i savršeno odmeravane.

4. TEORIJA DEVIZNOG KURSA

Protiv inflacije zapadne zemlje se u sadašnje vreme oslanjaju prvenstveno na monetarnu politiku, što povlači ozbiljnije probleme u vezi sa kratkoročnim dejstvom monetarnih ograničenja na tržnju, nivo privredne aktivnosti i zaposlenost, s jedne strane, i na kamatne stope i devizne kurseve, s druge strane.[293]Novu monetarnu politiku, stoga kritikuju i monetaristi i kejnzijanci usled ekstremnih kolebanja kamatnih stopa, stopa rasta razlicitih agregata novčane mase i deviznih kurseva. Jer, povećanje monetarne ekspanzije dovodi do neproporcionalnog povećanja domaće stope inflacije u uslovima primene aktivne politike intervencije koja se bazira na dinamičkom paritetu kupovne moći; dok povećanje utvrđene stope devalvacije i, ekvivalentno tome, stope nominalne kamate u sistemu u kome

[290] D. Fand, Monetarism and Fiscalism, Banca Nazionale del Lavoro, Quaiterly Review. 1970

[291] S. Weintraub, An Income Policy to Stop Inflation, Lloyds Bank Review, 1971. iM. Buonomo, II Controllo dell inflazione, Bancaria, 1971.

[292] J.K. Galbraith, Novac, Stvarnost, Zagreb, 1981. G, str.315.

[293] Les inconvenients d'mi recours preponderant a la politique monetaire dans la lutte contre inflation, Banque, br. 408,1981. str. 813-816.

je devalvacija stabilizovana implicira ubrzanje domaće proizvodnje, monetarne ekspanzije i domaće inflacije.[294] No, da li bi ciljevi u pogledu deviznog kursa predstavljali tako dobar način za kontrolu inflacije kao monetarni ciljevi i kojim mehanizmom bi se mogao smanjiti nesklad između primene pravila o stabilnoj stopi rasta novčane mase i održavanja konkurentnog deviznog kursa, pogotovu kada se odnosi između kamatne stope i stope razmene, između kamatne stope i stope rasta, te između kamatne stope i rasta cena različito posmatraju i tretiraju, teorijski obrazlažu i argumentuju, i empirijski verifikuju.[295]

Prilagođavanje deviznog kursa da bi se postigla dugoročna ravnoteža (Driskill) jeste u skladu sa nacionalnim očekivanjima, koja u kratkom roku mogu da dovedu do preterano velikih fluktuacija deviznog kursa.[296] Pojedina poredenja ciljeva čak pokazuju da za otvorenu privredu stabilizacija nominalnog deviznog knrsa omogućuje bolje izglede za stabilnost cena nego monetarni ciljevi. Drugi, pak, tvrde da su fleksibilni devizni kursevi korisni sa gledišta kontrole inflacije, jer omogućavaju da se odredi novčana masa (Meiselman) i proveri efikasnost monetarne politike u uslovima flukuirajućih kurseva (Mundel). Smatra se, naime, da je efikasnost monetarne politike mnogo povećana fleksibilnim kursevima[297] i da je efekat date promene novčane mase na nivo privredne aktivnosti veći u uslovima flukturajućih kurseva (Minford), a naročito na cene u kratkom periodu (Argv).[298] Fluktuirajući devizni kursevi su, pored toga, očistili devizna tržišta bez tradicionalne krize platnog bilansa i olakšali razlikovanje stopa inflacije od zemlje do zemlje, iako su kratkoročne promenljivosti kurseva stvorile averziju prema sistemu fleksibilnog kursa (Artus i Young).[299] Međutim, fleksibilnost nije jedini uslov potreban i dovoljan za postizanje veće stabilnosti jako fluktuirajućih deviznih kurseva,[300] jer monetarni i finansijski faktori igraju značajnu ulogu u

---

[294] J. S. Bhandari i S. J. Turnovsky, Alternative Monetary Policies in an Inflationary Equilibrium Model of the Open Economy, Welwirtschaftliches Arcliiv 1/82, str. 1-16.

[295] J. M. Servet, Les taux dinteiet, boucs-emisaires de la crise. Economie et Humanismc. septembar-oktobar 1982. i J. L. Levin, The Dynamic of Stabilization Policy Under Flexible Exchange Rates. A Synthesis of Asset and Neo-Keynesian Approach, Oxford Economic Papers, Vol. XI, 1980.

[296] G. D. N. Worswick, The Money Supply and the Exchange Rate, Oxford Economic Papers, juli 1981, str. 9-22. i J. Frenkel, The Fonvard Exchange Rate, Expectation, and the Demand for Money: The German Hyperinflation, Americal Economic Review, septembar 1977, str. 653-670.

[297] M.J. Artis i D. A. Currie, Monetary Targets and the Exchange Rate: A Case for Conditional Targets Oksford Economic Papers, juli 1981, str. 176-200, R. Dornbush, Exchange Rate and Curent Account. American Economic Review, vol. XII, 1980. I J. A. Frankel, Flexible Exchange Rates, Prices and the Role of ,,News", Lessons from the 1970, Journal of Political Economy 4/81. str. 665-705

[298] M. C. Beenstock i A. P. L. Minford, A Quarterly Econometric Model of Trade and Price 1955-1972. u J. M. Parkin i G. Zis, Inflation in Open Economies, University of Manchester, Manchester, 1976.

[299] S. Fisher, Long-Term Contracting, Sticky Prices, and Monetary Policy: A Cornment, Journal of Monetary Economics, juli 1977, str. 317-323. i D. F. Gordon, A Neo-Classical Theory of Keynesian Unemplovment, Economic Inquiry, decembar 1974, str. 431-459. i P. Hooper i S. W. Kohllagen, The Effect of Exchange Rate Uncertafnty on the Prices and Volume of International Trade, Journal of International Economics, novembar 1978, str. 483-511

[300] R. Raymond i A. Chaussard, Les relations economiques et monetaires internationals, La revu Banque, Paris, 1983, H. Ulbrich, International Trade and Finance, Theory and Policy, Prentice-Hall, Englewood

kratkoročnom određivanju kurseva, a kretanja deviznog tržišta su izuzetno značajna pri odlučivanju o monetarnoj politici.[301] Centralne banke u sistemu fleksibilnih kurseva intervenišu na deviznim tržištima, samo da bi sprečile oscilacije deviznih kurseva (Ćirović), mada sistem kurseva podržavan ili intervencijama može da ima jedino uspeha u smislu smanjenja kratkoročne nestabilnosti deviznog kursa u aranžmanima "zmije u tunelu".[302] U postojećim modelima uravnoteženja platnog bilansa (pristup sa gledišta elastičnosti, pristup sa gledišta apsorpcije i pristup sa monetarističkog gledišta),[303] monetaristički modelima prvenstveno u vidu promene izdataka izazvane promenama realnog nivoa novčanih sredstava i uravnotežavanje putem kretanja kapitala.[304] Pored toga, monetaristi imaju oštre zamerke na analizu sa gledišta elastičnosti, analizu sa gledišta apsorpcije i analizu sa gledišta ireverzibilnosti promena cena (Kindleberger).

Najčešće korišćeno merilo cenovne i troškovne konkurentnosti jesu indeksi relativnih troškova rada po jedinici korigovani deviznim kursom, koji izjednačavaju stepen uticaja promena deviznih kurseva, zarada i produktivnosti. Do promene u troškovnoj konkurentnosti može doći usled izmene stope rasta zarada i stope rasta produktivnosti, i promene deviznog kursa. Pad deviznog kursa

---

Cliffs, 1983, F. Stewart Work, Income and Inequality, St. Martin's Press, N. York, 1983. i E. A. Brett, International Money and Capitalist Crisis, The Anatomy of Global Desintegration, Neinemann. London, 1983.

[301] J. Kareken i N. Wallace, International Monetary Refonm: The Reasible Alternatives, Federal Reserve Bank of Mineapolis, Quarterly Review, 1978, str. 2-7, i B. Rrovis i R. E. Lipsev, Export and Domestics Prices Under Inflation and Exchange Rate Movements, Working Papers 176/77, M. Mussa, The Exchange Rate the Balance of Payments and Monetary and Fiscal Policy Under a Regime of Controlled Floating, Scandinavian Journal of Economics 2/76, su-, 229-248 i R. I. McKinnon, Exchange-Rate Instability, Trade Balances and Monetary Policies in Japan and the United States, Stanford University, 1978. i Money in International Exchange: The Convertible System, Oxford University Press, Oxford, 1979.

[302] P. Coulbois, Finance International, tom I, Cujas, Paris, 1979.1D. Stojanov, Monetaristička interpretacija teorije platnog bilansa i teorije deviznih kurseva od klasika do danas, Ekonomski pregled 1-2/82, str. 27-38.

[303] J. Salop, A Note on the Monetary Aproach to the Balance of Payments, Conference on the Effects of Exchange Rate Adjustements, Washington, april, 1974., M. Friedman, The Case for Flecsible Rates, u „Readings in International Economics", Homewood, R. Inwin, 1968, stt'. 427, H. G. Johnson, The Problems of Central Bankers, Economic Notes 3/73, str. 8 i R. I. Mc Kinnion, A New Tripai-tite Monetary Agreement of a Limping Dollar Standard u „Essays in International Finance", Princeton University Press, Princeton, 1974.

[304] Elasticitetni pristup u prvi plan stavlja pitanje cena, pošto je neravnoteža plataog bilansa posledica dispariteta domaćih i stranih cena (J. Robinson). Dispariteti cena koriguju se devalvacijom u uslovima kada cene i nadnice nisu fleksibilne na dole. Devalvacija uspostavlja paritete cena, ravnotežu apsorpcije i dohotka, ravnotežu ponude i tražnje novca i ravnotežu platnog bilansa. Uspeh devalvacije u osnovi zavisi od tzv. Marshal-Lernerovih uslova budući da se elasticitetni pristup bazira na postavkama Maršalove parcijalne ravnoteže. Pri tome, valutni kurs uspostavlja se kao funkcija relativnih cena i u suštini odražava osnovne postavke teorije pariteta kupovnih snaga. Za razliku od elasticitetnog pristupa, apsorpcioni pristup teoriji platnog bilansa smatra da je deficit platnog bilansa posledica viška agregatne tražnje u odnosu na raspoloživu proizvodnju i da devalvacija izaziva efekte redistribucije potrošnje i monetarne efekte deflacioniranje monetarne ponude u uslovima prisutne inflacije (Alexander). Devalvacija, u tom kontekstu, hladi domaće tržište, potrošnju svodi u realne okvire, koriguje disparitete cena, olakšava izvornu orijentaciju rezidenata. Korekcijom kursa i devalvacijom postiže se efekat redukovanja monetarne ponude kroz porast cena i efekat usklađivanja relativnih cena.

popravlja troškovnu konkurentnost (pod uslovom da rast domaćih troškova ne neutrališe dato poboljšanje). No, ovo poboljšanje konkurentne pozicije ostvaruje se na višem nivou cena nego u slučaju smanjenja relativnih troškova rada po jedinici.[305] Inflacija je, dakle, viša, iako se u oba slučaja realne zarade smanjuju u odnosu na produktivnost: (a) u prvom slučaju do toga dolazi zbog toga što rast cena, kao posledica devalvacije, nije neutralisan rastom nominalnih zarada; (b) u drugom slučaju dolazi do smanjenja domaćih troškova bez odgovarajućeg porasta deviznog kursa.

Promene deviznog kursa, nadnica i produktivnosti dovode do promene troškovne konkurentnosti na kratak rok, iako naknadna prilagođavanja privrede mogu da neutrališu početni efekat. I, ukoliko usled smanjenja deviznog kursa dođe do neutrališućeg porasta nadnica, utoliko se početno poboljšanje konkurentnosti tokom vremena gubi, a inflacija, za izvesno vreme, povećava.[306]Do trajnijih promena troškovne konkurentnosti uglavnom dolazi zbog promena koje su potrebne da bi se na duži rok održala ravnoteža platnog bilansa. A, ukoliko se necenovna konkurentnost popravi, relativni troškovi rada mogu da se povećavaju bez negativnih posledica po platni bilans. No, i strukturne promene u privredi popravljaju tekući račun bilansa plaćanja na bilo kom nivou troškovne konkurentnosti. Naravno, na dugi rok, permanentno poboljšanje troškovne konkurentnosti popravlja platni bilans, jer se kratkoročne fluktuacije deviznog kursa, kao reakcije na različite stope inflacije izazvane troškovima rada mogu neutralisati. Bitno je, pri tome, da poboljšanje necenovne konkurentnosti, koje tendencijski gura devizni kurs naviše, ne izazove neutrališuće kretanje troškovne konkurentnosti.

Sistem fleksibilnih deviznih kurseva znatno otežava međunarodno prenošenje inflacije iz zemlje u zemlju u odnosu na sistem fiksnih kurseva (Ćirović), iako fleksibilni devizni kursevi obezbeđuju samo delimično izolaciju od povećanja stranih cena.[307] U osnovi, kretanje deviznih kurseva je veoma značajno za merenje transmisije inflacije sa međunarodnih tržišta na domaću privredu. Jer, veza spoljni faktor - domaća inflacija nije neelastična, pošto relativna kretanja efektivnih deviznih kurseva igraju značajnu ulogu u prerasporedu spoljnih dejstava. Od fleksibilnih deviznili kurseva se, međutim, očekivalo da izoluju zemlje od monetarnih poremećaja iz inostranstva, da potpomognu usklađivanje različitih stopa monetarnog rasta zemalja, da dovedu do nesmetanog funkcionisanja procesa spoljnjeg prilagođavanja bez potrebe za restrikcijama kretanja razmene i kapitala, da omogućavaju postizanje stabilnosti ekonomskog sistema verovanjem da postoji dugoročan izbor između zaposlenosti i inflacije i mogućnost pojedinih zemalja da prihvate ciljeve u pogledu cena i zaposlenosti po sopstvenom izboru. Smatralo se

[305] F. Machlup, Međunarodna trgovina i multiplikator nacionalnog dohotka, Svjetlost, Sarajevo. 1977, str 36-55.
[306] P. Kindlberger, Međunarodna ekonomija, Vuk Karadžić, Beograd, 1974.
[307] S. J. Turnovsky, Monetary Policy and Foreign Price Disturbances Under Flexible Exchange Rates, Journal of Money, Credit and Banking 2/81, str. 135-155.

da fleksibilni devizni kursevi, u uslovima postojanja dugoročnog izbora između inflacije i nezaposlenosti, omogućavaju svakoj zemlji koja teži kombinaciji ciljeva u pogledu nezaposlenosti i cena (koje preferira) i koja je u skladu sa međunarodnom ravnotežom, ravnotežom koja se obezbeđuje apresijacijom valuta zemalja sa stabilnim cenama u odnosu na valute zemalja sa punom zaposlenošću (Johnson).[308]

Pristalice fiksnih deviznih kurseva (Mundell, Machlup, Hansen, Duesenberry, Hicks, Claasen, Tobin, Roosa, Modigliani i ostali kejnzijanci) i pristalice fluktuirajućih deviznih kurseva (Fridman, Kindleberger, Johnson, Meltzer, Kareken, Gordon i ostali monetaristi) svojevremeno su predlagali kompromisno rešenje između fiksnih i fluktuirajućih deviznih kurseva, tako što bi kursevi u okviru pojedinih regiona bili fiksni, a između blokova fluktuirajući.[309] Međusobni kursevi dolara, jena i evropske valutne jedinice kretali bi se potpuno slobodno, dok bi ostale zemlje utvrđivale svoj devizni kurs i monetarnu politiku u odnosu na jednu od fluktuirajućih valuta. Čak se i prof. Niehans zalaže za stvaranje valutnog područja sa čvrstim kursevima, u čijem centru bi stajao dolar, pošto u neinflatornom svetu prednost treba dati fiksnim valiitnim kursevima, (jer su se fleksibilni devizni kursevi pokazali samo podesnim za svet Phillipsovih iluzija, odnosno za inflatorni rast). Stavljen pred dilemu: stabilne cene i fiksni kursevi ili dugoročna inflacija i fleksibilni kursevi, Niehans optira prvu varijantu iz razloga što politika novca bez Filipsove iluzije (u uslovima obaranja inflacije na ispod 3-4% u

---

[308] H. G. Johnson, the Case for Flexible Exchange Rates, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, juni 1969, str. 12-24, J. F. 0. Bilson, Recent Developments in Monetary Models of Exchange Rate Determination, Staff Papers, juni 1979, str. 201-203., R. Dornbusch, Expectations and Exchange Rate Dynamics, Journal of Political Economy, decembar 1976, str. 1161-1176. i S. Schadler, Sources of Exchange Rate Variability: Theory and Empirical Evidence, Staff Papers, junin 1977, str. 253-296.

[309] L. B. Krause i W. S. Salant (Ed.), European Monetary Unification and Its Meaning for the United Stales, The Brookings Institution, Washington, 1973, str. 159-184, F. Machlup, Exchange-Rate Flexibility, Banca Nazionale del Lavoro. Quarterly Review, septembar1973, E. M. Classen, World Inflation Under Exchange Rates, Scandinavian Journal of Economics 2/76, str. 346-365, J. Tobin, A Proporsal for International Monetary Reform, Discussion Papers, oktobar 1978. i J. C. Artus, Methods of Assessing the Long-Run Equilibrium Value of an Exchange Rate, Journal of Interaational Economics, maj 1978, str. 277-299, J. Burtle i M. Sean, International Trade and Investruent Under Floating Rates: The Reaction of Proceedings of a Conference on Exchange Rate Flesibility and the International Monetary System, Washington, 1976., P. J. K. Kouri, The Exchange Rate and the Balance of Payments in the Short Run and the Long Run: A Monetary Approach, Scandinavian Journal of Economics, 2/76, str. 281-304, R. I. McKinnon, Floating Foreign Exchange Rates: The Emperors New Clothes, u K. Brunner i A. H. Meltzer (Ed.), Instituional An'angements and the Inflation Problem, Camegie-Rochester Conference on Public Policy, Amsterdam, 1976, str. 79-114, R. V Roosa, Sector Lecture, u M. Friedman i R. V. Roosa, The Balance of Payments: Free Versus Fixed Exchange Rates, American Enterprise for Public Policy Research, Washington, 1967, str. 25-67, J. J. Polak, Monetary Analysis of Income Fonnation and Payments Problems, u „Monetary Approach to the Balance of Payments", International Monetary Fund, Washington, 1977, str. 15-64, R. R. Phomberg i H. R. Heller, Introductory Survey, u „The Monetary Approach to the Balance of Payments", MMF, Washington, 1977, str. 1-14. i D. M. Ripley, The Transmission of Fluctuations in Economic Activity: Some Recem Evidence, u „Managet Exchange - Rate Flexibility: The Recent Experience", Federal Reserve Bank of Boston oktobar 1978, str. 1-21.

razvijenim zemljama) mora biti takva da dugoročni trend napajanja novcem, usmerava u pravcu izbegavanja inflacije.[310]

Pošto u literaturi postoje tri teorije deviznih kurseva:[311] (1) teorija pariteta kupovne snage sa relativnom (i apsolutnom) verzijom (koja pokazuje da devizni kurs treba da se formira tako da neutrališe razliku u dinamici opšteg nivoa proizvođačkih cena u zemlji i inostranstvu, i, da, na taj način, održi željeni nivo konkurentnosti), (2) platnobilansna teorija deviznog kursa (koja pokazuje da prihodna i rashodna struktura ili strana platnog bilansa predstavlja ponudu i tražnju na deviznom tržištu, i određuje devizni kurs koji je neophodan za izravnjanje platnog bilansa) i (3) monetaristička teorija, koja implikuje teoriju pariteta kamatnih stopa (koja opredeljuje promene deviznog kursa i dispariteta kamatnih stopa u zemlji i inostranstvu) i portfolio teoriju deviznih kurseva (koja gradi teoriju kursa na razuđenoj strukturi ili portfelj finansijske strukture, na prinosima pojedinih oblika finansijske aktive i na racionalnim očekivanjima),[312] nameće se pitanje efektivnosti i prednosti ovih teorijskih pristupa. Korisnost teorije pariteta kupovne moći, koja se smatra najpogodnijom, je u tome što ona predstavlja putokaz za opšti trend deviznih kurseva, naročito kada su glavni poremećaji monetarnog porekla (kako smatraju monetaristi) u razvijenim zemljama.[313]Međutim, razmatrajući monetarna dejstva važećih propisa monetarne politike koja se izvode iz monetarne teorije platnog bilansa i teorije pariteta kupovne moći, Becker[314] zaključuje da se teorija pariteta kupovne moći ne može verifikovati u odnosu evropskih valuta prema dolaru, (jer promene deviznih kurseva nisu nezavisne - G. Cassel) i da monetarni pristup teoriji platnog bilansa generalno važi, s obzirom da

---

[310] Dr O. Kovač, Antiinflacioni program i politika deviznog kursa, u Dr M. Ćirović (Red.), Problemi i metodi sprovođenja antiinflacionog programa, op. cit., str. 92-93.

[311] Frenkel i Aizenman tvrde da izbor optimalnog režima deviznog kursa zavisi od slučajnih poremećaja koji utiču na privredu: što je veća varijanta stvarnih poremećaja veća je poželjnost ,.da devizni kursevi budu fiksni, odnosno šlo je veća poželjnost fleksibilnosti deviznog lairsa, veće su varijante poremećaja za tražnju novca, za ponudu novca, za strane cene i za paritete kupovne moći (J. Frenkel i J. Aizemnan, Aspects of the Optimal Management of Exchange Rates, Journal of International Economics 3-4/82. str. 231-256.

[312] Relacija monetarne tražnje i ponude reflektuje srž monetarnog pristupa platnog bilansa i monetarističke teorije deviznog kursa, a alternativni plasmani imovine odražavaju bazu portfolio teorije. Monetarna teorija platnog bilansa zasniva se na postavkama tzv. globalnog monetarizma. Pri tome je ponuda novca promenljiva, a tražnja novca stabilna na dugi rok. Na kratak rok deficit platnog bilansa provocira depresijaciju valute koja deflacionira nominalnu monetarnu ponudu. Valutni kurs je funkcija ponude novca i u prvi plan stavlja odnos na tržištu novca i tržištu kapitala, i ulogu kamatne stope u procesu međunarodnog kretanja kapitala. Stanje platnog bilansa i valutni kurs opredeljeni su stanjima na robnom tržištu, tržištu novca i tržištu kapitala (N. Tohnson, Money, Balance of Payments Theory, and the International Monetary Problem, Princeton, 1977, M. Kreinin. The Monetaiy Approach to the Balance of Payments, Princeton, 1978, V. Branson, Asset Markets and Relative Prices in Echange Rate Deterimation, Princeton. 1980. i R. Dornbush, Exchange Rate and Current Account, The American Economic Review.; Vol. XII, 1980.

[313] J. Frenkel, The Collapse of Purchasing Power Pawritics During the 1970.gEuropean Economic Review 1/81, str. 145-175.

[314] W. D. Becker, Einige Huswirkiuigen der Wahrungspolitik auf den Finanziellen Sector, Kredit und Kapital 1/82, str. 47-62.

postoji direktan međunarodni uzajamni odnos kamatnih stopa.[315] Pri tome, zemlje sa neuporedivo niskim nivoom kamatnih stopa i relativno niskom stopom inflacije postaju u dvostrukom pogledu zemlje izvoznice kapitala: zemlje -poverioci za strane zajmotražioce postaju privilegovane, a domaći ulagači svoja sredstva plasiraju u zemlje sa relativno visokim nivoom nominalnih kamatnih stopa.

U teoriji uravnoteženja platnog bilansa (klasična, neoklasična, kejnzijanska i monetaristička),[316] klasična i neoklasična teorija u osnovi je poznavala samo jedan odnos između interne i eksterne neravnoteže - domaću inflaciju sa deficitom platnog bilansa, koji je isključivo vezan za inflatorns poremećaje monetarne ravnoteže.[317] Smatrajući da promene u količini novca automatski dovode do promena u nivou cena, klasična koncepcija smatra da je inflacija uzrok deficita u platnom bilansu i da je kretanje međunarodne razmene uslovljeno samo faktorom cene. Stoga se ova koncepcija zalaže za otklanjanje inflacije kao uzroka dezekvilibrijuma platnog bilansa smanjenjem količine novca. Savremena građanska teorija uravnoteženja platnog bilansa, polazeći od Kejnzove teorije,[318] tvrdi da je neravnoteža platnog bilansa posledica narušavanja odnosa između dohotka i vrednosti robne proizvodnje. Deficit platnog bilansa, po ovoj koncepciji, može se ukloniti restriktivnom monetarno-kreditnom politikom, a u prvom redu povećanjem kamatne stope i prodajom hartija od vrednosti centralne banke radi smanjenja nivoa dohotka i privredne aktivnosti. Smanjenje dohotka i domaće tražnje dovodi do smanjenja uvoza i do uspostavljanja ravnoteže na nižem stepenu zaposlenosti proizvodnih faktora. U tom sklopu, Harrod se zalaže za regulisanje volumena investicija od strane države radi umanjenja cikličnih fluktuacija i nestajanja neravnoteže, odnosno za ekspanzivnu ekonomsku politiku i promenu deviznog kursa za regulisanje deficita platnog bilansa. Međutim, novije koncepcije platnobilansnog uravnoteženja više se oslanjaju na monetarnu i fiskalnu

---

[315] Boghton je analizirao meru u kojoj monetarni organi mogu da biraju operativnu strategiju, kojom se poboljšava stabilnost monetarnog rasta i deviznog kursa. Stabilnost se postiže odgovarajućim izborom pravila intervencije kad god je ponuda novca manje stabilna od tražnje novca. Bez promena tražnje novca, primaran uticaj na monetarnu bazu odvija se putem elastičnosti ponude novca u odnosu na kamatu. Strategija koncentrisana na monetarnu bazu preferira se kad postoji poremećaj koji utiče na strukturu domaćih kamatnih stopa. Nadležni organi mogu da utvrde doslednu strategiju kada se menja tražnja novca. No, pravilo intervencije kojim se pokušavaju stabilizovati kamatne stope dovodi do većeg monetarnog rasta i utiče na depresijaciju deviziog kursa. Uostalom, kad je tražnja novca nestabilna ili kada poremećaji fiskalne politike utiču na promenu tražnje novca, stabilnost deviznog kursa može se postići samo, ako monetarni organi dozvole promene monetarnog rasta u odnosu na date poremećaje (J. M. Boughton, Stable Monetary Growth and Exchange Rates as Policy Targets, Staff Papers 4/82, str. 495-526.)

[316] V. Argy, Monetary Policy and Internal and External Balance, Staff papers, novembar 1971, str. 2-4, R. Heller, International Monetary Economics, Prentice-Hall, New Jersy, 1974, str. 92-96, Ch. Kindelberger i P. Lindert, International Economics, R. Illinois, 1978, ctr. 529-539 i dr Ž. Mrkšić, Teorija međunarodnih finansija, Privredno-finansijski vodič, Beograd, 1978, str. 216-221.

[317] Dr M. Ćirović, Teorija uravnoteženja platnog bilansa, Beograd, 1982.

[318] J. R. Arlus i J. H. Young, Fixed and Flexible Rates, Staff papers, decembar 1979. i N. Thugesen. Inflation and Exchange Rates, Journal of International Economics, maj 1979.

politiku (Mundel),[319] a manje na protekcionizam, promenu deviznih kurseva i uvođenje zlatno-deviznog standarda.

U savremenim uslovima, simultano podržavanje interne i eksterne neravnoteže, ipak, zahteva nova pravila. Jer, davanje prednosti internom ekvilibrijumu pri suficitu platnog bilansa implicira kontrolu stope inflacije regulisanjem obima novčane mase, iako efekti suficita platnog bilansa ne mogu biti u potpunosti neutralisani na domaću likvidnost.[320]

Suficit platnog bilansa deluje kao autonomni faktor u procesu stvaranja novčane mase, a kontrola likvidnosti povećanjem kamatnih stopa ne daje željene rezultate, s obzirom da povećana kamatna stopa stimuliše priliv kapitala i blokira rast kredita. Stoga bi, prema dominantnim koncepcijama,[321] platnobilansna usklađivanja u suficitarnim - zemljama išla putem apresijacije deviznih kurseva na bazi platnobilansnih suficita, dok bi se platnobilansna usklađivanja u deficitarnim zemljama obavljala putem depresijacije deviznih kurseva i smanjenja stope rasta agregatne tražnje.

5. SVETSKI DUG

U finansijskoj teoriji iskristalisali su se sledeći tipični (pet) teorijski pristupi dugu sa stanovišta stepena zaduženosti (tradicionalni, funkcionalni i bankarski pristup) i sa stanovišta prirode zaduženosti (marksistički i strukturalistički pristup).[322] Tradicionalni finansijski pristup spoljnom dugu povezan je sa tzv. ortodoksnom teorijom usklađivanja deficita u spoljnim plaćanjima i prihvaćen je od strane supranacionalnih finansijskih organizacija i međunarodne bankarske

[319] Iako nije povezao međunarodno kretanje kapitala sa tržištem novca, Mundel je, ipak, postavio osnovu za razvoj portfolio pristupa platnom bilansu i deviznom kursu. Made je, za razliku od Mundela, postavio finansijsku politiku i devalvaciju za uspostavljanje interne i eksterne ravnoteže, povezujući efekat izdataka (dohotka) i elasticitetni pristup. Konačno, Tinbergen je u teoriji prilagođavanja platnog bilansa predložio uvodenje „onoliko instrumenata koliko ima postavijenih ciljeva" (R. Kenen i R. Allen, The Balance of Payments, Exchange Rates, and Economic Policy, Princeton, 1979. i J. Levin, The Dynamic of Stabilization Policy Under Flexible Exchange Rates: A Synthesis of Asset and Neo-Keynesian Approach, Oxford Economic Papers, vol. XI, 1980).

[320] Mr B. Dragaš, Devizno tržište i kurs dinara, „Potrošački informator", Beograd, 1983.

[321] M. H. Boutchet, Dette des pays en developpment - Risques de defaut et defaut d'analyse, Banque, septembar 1982, str. 1035-1042, Quelle est la gravite de l'endettement des pays en developpement, L'observateur de L'OECD, januar 1983, str. 12-16, P. Manes, International Indebtedness, Interest Rates and Inflation, Banca Nazionale del Lavoro. Quarterly Review, mart 1982, str. 109-114, L. G. Franco i M. J. Seiber (Ed.). Developing Country Debt, Pergamon Press, N. York, 1979, M. Mose, H. D. Wenzel i W. Wiegard, Optimal Finanzpolitik. Guslav Fischer Verlag, Stutgard, 1981, C. A. Aguirre, Taxation in Subsaharan Africa, MMF, Washington,1981.

[322] Karacaoglu je dokazao da je inkompatibilnost u osnovnim pretpostavkama izvor mogućih protivurečnosti u predviđanjima koja proističu iz „monetarnog“ pristupa i pristupa „komponenata" (kejnzijanskog pristupa) u procesu uravnoteženja platnog bilansa (G Karacaoglu „Partial" Approach to Balance-of-Peyments Adjustruent Yield Consistent Predictions under Identical Assumptions, Wellwirtschaftliches Archiv 2/83,226-244).

zajednice. Po ovom pristupu, osnovna opravdanost spoljnog duga je opredeljena time što spoljna sredstva kompenzuju nedostajući kvantum domaćeg kapitala, što strana sredstva proporcionalno rastu sa rastom domaće proizvodnje i izvoza i što zaduženost teče paralelno uz privredni rast. Osnovni princip sastoji se u tome što spoljna sredstva valja investirati, pošto rentabilnost treba da opravda zaduživanje. Maksimiranje neto transfera resursa, kao cilj, implicira da stopa rasta duga trsba da premaši prosečnu kamatnu stopu na pozajmljena sredstva i da marginalni trošak na pozajmljena sredstva (koja se investiraju) bude niži od marginalnog porasta nacionalnog dohotka koji se pozajmljenim resursima, ostvaruje. Ovaj mikroekonomski princip simultano reflektuje da zemlja dužnik svoj spoljni dug treba da otplati primanjima od izvoza, koji determinišu servisiranje duga, te da uravnoteži investicije i potrošnju, uključujući i uravnoteženost u spoljnim plaćanjima. U tom kontekstu od posebnog su značaja koeficijenti službe duga, koji mere relativnu opterećenost dugom (likvidnost dužnika) i solventnost dužnika u sklopu problema platnog bilansa. Prema tome, statistički indikatori upravljanja dugom mere performanse njenih rezervi, društvenog proizvoda, izvoza, akumulacije itd. Racionalno upravljanje dugom implikuje striktne kriterijume vezane za alokaciju resursa, odnosno investicione projekte u oblasti izvoznih sektora i supstituciju uvoza, koje se valorizuju sa stanovišta kapaciteta vraćanja zajmova i servisiranja duga deviznim primanjima.

Tradicionalni pristup u osnovi implikuje intervenciju MMF u slučaju krize plaćanja tzv. planom stabilizacije, koji uključuje korektivne mere i usklađivanja ekonomskih varijabila (stopa rasta, uvozna tražnja, raspodela, poreski sistem, javni rashodi, devizni kurs, kamatna stopa, kredit i novčana masa) i usklađivanje makroekonomskih ciljeva rasta i zahteva u vezi sa spoljnim plaćanjem. Međutim, nemoć monetarističke politike da trajno uspostavi ravnotežu javnih i spoljnih finansija bez žrtvovanja ekonomskih okvira razvoja, odražava raskorak između ciljeva i metoda ostvarenja projektovanih ciljeva, jer fundamentalna neravnoteža bilansa plaćanja, odražava sttrukturne slabosti privrede i probleme alokacije resursa. S druge strane, analiza duga vezuje se za spoljno finansiranje i zanemaruje domaću strukturu, uticaj spoljnjeg duga i uticaj na privredni razvoj. Isto tako, preciznost merenja troškova i rentabilnosti ne obezbeđuje cost-benefit analiza, jer se u tržišnoj privredi, u kojoj mehanizmi cena odražavaju oportunitetne troškove, ne mogu precizno kvantifikovati. Rizično je, pored toga, i kompariranje efekata uzimanja zajmova i efekata sukcesivnog vraćanja zajmova, pošto je pogrešno poistovećivati razvoj i porast stope investiranja. Konačno, koeficijent službe duga pokazuje samo prenapregnutost kratkoročne likvidnosti, ali ne definiše i ne anticipira kritičnu zonu, koja bi bila stabilna uz respektovanje konjunkturnih razloga.

Funkcionalni pristup dugu polazi od makroekonomske analize rasta i tzv. teorije raskoraka između potrebnih i raspoloživih sredstava (Gap-Theory Approach) i implikuje razliku između količine potrebnih sredstava i obezbeđenih sredstava u procesu rasta, koincidenciju ciklusa duga i stope rasta i spontanu ravno-

težu traženog i ponuđenog kapitala. Pošto je nerazvijenost rezultat i nedovoljnog obima kapitala, pribegavanje spoljnim resursima treba da rekompenzuje nedovoljnu domaću akumulaciju i nedostatak deviza. Uvozni kapital treba da omogući bolje korišćenje proizvodnih kapaciteta i akceleracije stope rasta uz komplementarnost domaće i strane akumulacije, kao osnovne hipoteze, koja treba da osigura proporcionalnost tokova kapitala, uvoza opreme i rasta bruto formiranja osnovnog kapitala. Spoljni dug, stoga, treba da se u celini "prenese" na proizvodne investicione programe, kao preduslov za ubrzani rast društvenog proizvoda.

Konačno, koincidencija ciklusa duga i stope rasta u osnovi osvetljava kako uvezeni kapital preuzima funkciju koja mu se diktira stepenom rasta koju je dostigla zemlja dužnik; dok spontana ravnoteža količine traženog i ponuđenog kapitala osvetljava finansijsko posredovanje međunarodnih tržišta. Poput tradicionalnog pristupa, i funkcionalni pristup dugu trpi od određenih prigovora i nedostataka.[323]

Naime, teorijska i empirijska istraživanja, ne samo da ne potvrđuju tezu o savršenoj komplementarnosti domaće (interne) i strane (eksterne) akumulacije, već pokazuju da toku vezenog kapitala negativno utiče na domaću akumulaciju. Strukturni poremećaji u platnom bilansu dovode čak do začaranog kruga – zajmoprimalac obezbeđuje službu dugu uzimanjem novih zajmova, što neminovno povlači tzv. reprogramiranje dugova. Inherentan rizik transformacije u bankama radi usklađivanja depozita i zajmova po ročnosti u stvari svodi se na rizik refinansiranja vezan za likvidnost i kamatne stope.

Bankarski pristup dugu polazi od koncentrisanja odobravanja kredita na relativno malo zemalja - dužnika i banaka - zajmodavalaca, razrade pravila opreznog upravljanja zajmovnim finansiranjem, postavljanja plafona na kredite diversifikacije portfelja i raspodele rizika, te rangiranja zemalja na osnovu sposobnosti za obezbeđenje finansijske službe u devizama (tj. procena rizika sa stanovišta solventnosti zemalja - dužnika).[324] Rizik se procenjuje počevši od mogućnosti neplaćanja obaveza na ime službe duga, preko reprogramiranja duga, do odbijanja izvršavanja obaveza po dugu. Kvantitativna metodologija polazi od koeficijenta zaduženosti, društvenog proizvoda po stanovniku, monetarnih rezervi, deviznog priliva i inflacije (uključujući i tzv. alarmne indikatore) da bi se sačinila "instrument-tabla" koja se prati prilikom donošenja odluka o finansiranju. Makroekonomska analiza omogućava da se predvide tzv. kritične tačke vezane za rast, solventnost, spoljnu razmenu i stabilnost. Finansijska analiza se usredsređuje na teret duga sa stanovišta obima duga, strukture duga, roka plaćanja kamata, kreta-

---

[323] R. Lieffinck, External Debt and Debt-Bearing Sarasku of LDC's, u „Essays in International Finance". Princeton, 1966., H. B. Chenery i A. M. Strout, Foreign Assistance and Economic Development, American Economic Review, septembar 1966. i K. Areskoug, External Public Borrowing - Its Role in Economic Development, Praeger, 1969.

[324] H. J. Peterson, Debt Crisis of LDS-APragmatic Approach to an Early Warning System. Kownnktxapolitik 7/76. st. 95-103 i J. Hewson, Liqudity Creation and Distiibution in the Eurocurrency Markets, Levington Books, 1975.

nja kamata i marži na tržištima. Monetarna analiza procenjuje devizni kurs u funkciji razvojnog toka u domenu novca i kredita, kamatne stope i razlike u kamatnim stopama i stopama inflacije, elastičnost uvoza i izvoza, te koeficijenata rezervi; dok analiza kapaciteta transfera ocenjuje sektorsku alokaciju resursa, diversifikaciju izvoza i odnose razmene. Celokupan scenario dovodi, dakle, do razrade matrice odluka i strategiju u odnosu na zajmove.

Međutim, sve procene rizika nisu zasnovane na temeljnom poznavanju razvoja zemlje - dužnika niti na kombinaciji sa tehnikama upravljanja portfeljom i preciznoj ravnoteži rizik/profit. S druge strane, složeni pristup koji koristi ukrštene varijabile nedovoljan je za predviđanje kriznih tačaka; jer, npr., neravnoteža u spoljnim plaćanjima može da ima svoj dublji koren u budžetskoj krizi koja je posledica institucionalne slabosti poreskog režima. Isti je slučaj i sa izvozom, deviznim kursom, direktnim investicijama i maržom iznad LIBOR-a. Konačno, i selekcija indikatora je vrlo problematična. Stoga se predlaže (Nagy) indikator kvaliteta portfelja međunarodnih zajmova koji se iskazuje prosekom marže na nove kredite, ponderisanim obimom i rokovima dospeća kredita, i adjustiranim u funkciji stepena rizičnosti zemlje.

Strukturalistički pristup[325] dugu polazi od činjenice da je nivo nedovoljne razvijenosti rezultat razvoja industrijskih zemalja i podvrgavanja drastičnim programima stabilizacije. Spoljna prezaduženost teži da zemljama Trećeg sveta oduzme kontrolu nad sopstvenim razvojem i da nametne tzv. “zavisni razvoj”. Regulativna funkcija međunarodnih finansijskih institucija već odražava ekonomsku nadmoć razvijenih zemalja. Naime, monetaristički pristup MMF neravnoteži u spoljnim plaćanjima ne uzima u obzir strukturne probleme zemalja -dužnika, programi usklađivanja ne rešavaju problem dubokih korena neravnoteže i oštre restrikcije produkuju ekonomske i socijalne posledice. Rastuće učešće komercijalnih banaka u zaduženosti rađa nove posledice na cenu i struktura duga, tako da privatizacija duga i finansijska prinuda uslovljavaju sve veće potrebe za zaduživanjem. Novi zajmovi, u tom kontekstu, koriste se za finansiranje tereta ramburs-iranja. Diversifikacija izvoza kapitala povećava maržu izbora zemalja -dužnika iako uslovljenosti multilateralnih zajmova odbijaju zajmotražioce.

Marksistički pristup, konačno, sa stanovišta finansijskog kapitala, pri analizi zaduženosti, polazi od sistema eksploatacije na bazi internacionalizacije finansijskog kapitala (Marks, Lenjin, Luksemburg i Filherding).[326] Akumulacija i koncentracija kapitala stimulišu izvoz kapitala prema zonama van centara, gde je viša stopa profita. Transfuzija kapitala od razvijenih centara ka nerazvijenoj

[325] J. Sheahan, Market-Oriented Economic Policies and Political Repression in Latin America, Economic Developpment and Social Change, januar 1980., R. Pringle, Reagonomics Enters theFund, Banker, septembar 1981. i M. Bouchet, internationalisation des Banques et des Groupes Financiers -L' Endettement des Pays en Developpment et la Privatisation de la Dette, Coloque CEREM, Edit. CNRS, Paris, 1981.

[326] C. Payer, The Debt Trap - The IMF and the Third World, 1974.

periferiji praćena je transferom bogatstva, procesom subordinacije i finansijskom zavisnošću.

Dosadašnja teorijska analiza pet različitih pristupa dugu svrstanih u dve grupe različite po metodologiji (stepen i priroda zaduženosti) pokazala je prednost i nedostatke dotičnih pristupa. U principu, spoljni dug je tretiran kao specifičan oblik finansiranja razvoja, transfer spoljnih finansijskih sredstava i odnos poverilaca i dužnika. Pošto zemlje u razvoju karakteriše niska stopa štednje i slaba sklonost štednji, pribegavanje spoljnjem dugu, imalo je uvek za cilj finansiranje deficita, tj. neravnoteže resursa i potrebe. Uslov je, svakako, poznat ekonomski: pozajmljena sredstva treba da "oslobode" iznos likvidnih sredstava dovoljan za rambursiranje zajmova. Problem pretvaranja domaćeg proizvoda u konvertibilne devize, međutim, vezan je za devizni kurs, domaću tražnju, elastičnost uvoza i izvoza, spoljnu tražnju, odnose razmene, protekcionizam i sl. To iz razloga što je procena ukupnog tereta otplaćivanja duga otežana kod zajmova sa fluktuirajućom stopom indeksiranom uz LIBOR ili američku "prime rate". Jer, interakcija zaduženosti i razvoja pokazuje da uticaj pozajmljenih resursa prevazilazi vreme korišćenja i rok dospeća duga. Zaduženost je, stoga, dugoročni strateški izbor, pri čemu kratkoročni finansijski indikatori, ne mogu da zamene indekse dugoročnog razvoja.

"Hod krize" međunarodnog duga odvijao se, postepeno, po sledećim etapama: (1) skok kamatnih stopa na svetskoj skali povećao je ukupan iznos duga, (2) rezerve (primarna likvidnost) prestale su da rastu i počele da opadaju, (3) neravnoteža između ulaza i izlaza, tj. neto odliv kapitala može se još finansirati pribegavanjem novim kreditima (sekundarna likvidnost), (4) kratkoročni krediti za spasavanje povećavaju teret duga, (5) likvidnost tzv. druge linije se sužava i (6) neravnoteža je postala jača od bilo kog izvora, koji bi mogao da je pokrije (R. O'Brian i J. Clavery).

U krizi zaduženosti zemalja u razvoju i krizi međunarodnog bankarstva postavlja se problem održavanja poverenja na relaciji dužnik-kreditori i poverenja u međunarodni bankarski sistem, budući da na strani zaduženih zemalja stoji stalna beznadežna alternativa da proglase nemogućnost otplate dugova, a da na strani kreditora stoji alternativa davanja manjih kredita za premošćavanje jaza u međunarodnim plaćanjima.[327] Rastuća piramida dugova već primorava dužnike i zajmodavaoce na koordinaciju akcija rukovođenja otplate dugova, jer se teret duga uvećava sa opadanjem stope privrednog rasta, uporedo sa topljenjem finansijskih rezultata u periodu dezinflacije.[328]

Uspostavljanje trajnijeg poverenja u finansijskim krugovima, po mišljenju Haberera,[329] implikuje: (1) obezbeđenje preko specijalnog amortizacionog fonda

[327] The LDC debt Crisis: How it could be resolved, Business Week, april 1983. i S. Brittan, A World lender of last resort, Financial Times, septembar 1983.
[328] M. Fratianni, International debt crisis: Policy Isses, The Banker, avgust 1983. i R. J. Samuelson, The World's Bankers Fiddle While flie Debts Keep Growing, International Herald Tribune, oktobar 1983.
[329] J. Y. Haberer, Les Banques Internationales et les Nouvelles Donnes Financiers de 1983.. Banque, juni 1983., st. 677-684.

dugoročno konsolidovanje dela međunarodnog duga (najneizvesnijeg) čije bi se finansiranje osiguralo, bilo porezom na trgovinu naftom, bilo kotizacijama koje bi države uplatile srazmerno njihovoj kvoti u međunarodnim organizacijama, (2) predviđanje međunarodnog mehanizma osiguranja finansijskih kredita, koji nisu vezani za izvoz, već za prioritet razvoja svetske privrede, posebno najsiromašnijih zemalja, (3) razvijanje zajedničkih operacija međunarodnih banaka, MMF i Svetske banke pooštravanjem procedure nadzora nad korišćenim sredstvima i odobravanjem većih zajmova za projekte, a manje za platnobilansne svrhe, (4) smanjenje kamatnih stopa zajednički preduzetom međunarodnom akcijom, kako bi se smanjio teret realnih kamata, koji sprečava oporavak velikih dužnika, i (5) stabilizovanje deviznih kurseva u okviru razumnih marži fluktuacija, kako bi se obezbedila podrška investicijama i međunarodnoj trgovini.

Kriza međunarodnog bankarstva i, posebno, kriza zaduženosti pokrenula je mnoge predloge za njihovo razrešenje, i to:[330] predlozi Rohatyna, Brittana, Kenena, Birda, Laulana, Sandderga, Gutha, Magnificoa, Silka, Ilfa itd. Naime, Rohatyov plan implikuje osnivanje institucije, koja bi bila dodatni kreditor bankama i zemljama, koje su u teškoj finansijskoj situaciji, povećanje sredstava MMF, reorganizovanje dugova (dugoročno sa niskim kamatnih stopama), liberalniju spoljnotrgovinsku politiku, stabilniji međunarodni monetarni sistem (sa koordiniranom i agresivnom politikom privrednog rasta razvijenih zemalja) i dugoročno refinansiranje po niskim kamatnim stopama većeg dela duga zemalja u razvoju.[331] Brittanov model subvencionisanja kamatnih stopa inicira predlog pokretanja olakšica kompenzatorskog finansiranja kamatnih stopa i rasterećenja obaveza plaćanja po dospelim kamatarna (oko 40 mlrd. $ godišnje), i subvencionisanja kamatnih stopa u smislu kompenzacije dela i celine povećanja vrednosti dolara, pri čemu bi se subvencije dodeljivale u vidu direktnih subvencija, u vidu subvencionisanja kroz alokaciju SPV, u vidu subvencija kao pomoć bankarskim i finansijskim kanalima i u vidu subvencija kroz dugoročne koncesionalne kredite MMF. Nasuprot tome, Bailly se zalaže za tzv. exchange participation note (beleška o udelu u deviznim prihodima), kao novi finansijski instrument u sklopu

[330] F. Rohatyn, Plan fer stretching out global debt, Business Wekk, februar 1983., S. Brittan, Workl, World debt: A Suggestion, Financial Times, septembar 1983., N. A. Baillev, A Safety net for foreing lending, Business Week, januar 1983., P. Kennen, A Debt Partnership, The Economist, april 1983., L. Silk, Dangerof Lending Cuts is Breakdown in International Credit Trade Slump, International Herald Tribune, novembar 1983., Ch. Grant, Those debt proposals: Radical or just wrong?, Euromoney, juli 1983., G. Bird, Developing Country Interests in Proposals for International Monetary Reform, u T. Killick (Ed.). Adjustruent and Financing in the Developing World: The Role of the International Monetary Fund, MMF, Washington, 1982. i The Banks and the IMF-Divisionof Labor, Llovds Bank Review,oktobar 1983., W. Guth, International debt crisis: Next phase, The Banker, juli 1983., M. Sandberg, Stop breast-beating on LDC debt, Euromoney, oktobar 1983. i G. Magnitico, Una proposta per evitare i crack finanziario internacionale, II Sole - 24 Ore, decembar 1982.

[331] Dr S. Komazec, dr Ž. Ristić i dr S. Vućićević: Bankarski menadžment, ABC Glas, Beograd, 1993.

“sigurnosne mreže za inostrana zaduženja”, koji bi vezivao otplate za buduće izvozne prihode dužnika, osiguravao mogućnost za otplatu dugova i likvidnost sistema, i koji bi doprineo da se zvanična pomoć skoncentriše na održavanje isplata po dospelim obavezama na kamate. Uporedo s tim, Belli se zalaže za olakšice međunarodnog kreditiranja (international ending facility), koje bi alimentirale banke dok bi MMF, svojim mehanizmima, finansirao zemlje-članice.

Kenen i Rohatyn se, pak, zalažu za pokretanje sekundarnog tržišta za konvertovanje dugova banaka i za olakšice kompenzatorskog finansiranja kamatnih stopa. Predlog inkorporiše konvertovanje zajmova banaka u hartije od vrednosti (obveznice sa nižim kamatarna i dužim rokom dospeća), koje bi otkupljivale međunarodne finansijske organizacije sa popustom i postepenim vraćanjem sredstava za otplatu dugova od strane dužnika, s jedne strane, i olakšice kompenzatorskog finansiranja kamatnih stopa, koje treba da zamene jedan od finansijskih mehanizama MMF sa zadržavanjem principa uslovljenosti, s druge strane. Uporedo s tim, Magnifico predlaže zajedničke hartije od vrednosti MMF i Svetske banke za prikupljanje sredstava za finansiranje otplata dospelih dugova nerazvijenih visoko zaduženih zemalja, koji, poput predloga o eskontovanju problematičnih zajmova komercijalnih banaka preko centralnih banaka (tj. skidanje problematičnih dugova sa bilansa komercijalnih banaka i otkupljivanje zajmova od strane centralnih banaka uz obavezu odobravanja novih kredita dužnicima od strane komercijalnih banaka), u osnovi, treba da doprinese olakšanju tereta duga ovih zemalja.

Birdov predlog podela rada između banaka u MMF anglobira u suštini direktnu formalnu saradnju, koja na bazi protoka informacija na relaciji MMF - banke omogućava saradnju u procesu reorganizacije dugova, dobavljanje garancija MMF za refinansiranje i/ili reeskontovanje komercijalnih zajmova, precizno definisanje odgovornosti banaka u MMF u oblasti specijalizacije (indirektna neformalna saradnja) i pravljenje razlike između finansiranja i adjustiranja (s tim da banke pozajmljuju kreditno sposobnijim zemljama, a da MMF zajmi od banaka i da finansira najsiromašnije). Laulan, poput Birda, zalaže se za uspostavljanje funkcionalne informativne osnove u vidu konsultacije i podele rizika između banaka, MMF i Svetske banke po principu “zemlja po zemlja”, primene klauzule unakrsne odgovornosti (cross-default clause) i kofinansiranja, te otvaranja novog šaltera MMF.

Sandberg se, pak, zalaže za finansijsko jačanje međunarodnih finansijskih organizacija kako bi se odolelo iznenadnim krizama; jer smatra da povećanje kvota od 47,5% (MMF) nije dovoljno, budući da je 90 mlrd. $ “malo” u odnosu na 636 mlrd. $ duga. Sanddergovi predlozi idu u pravcu očuvanja kreditne sposobnosti nerazvijenih zemalja za uvoz novog kapitala za finansiranje razvoja, konvertovanja srednjoročnih pozajmica sa međunarodnog tržišta kapitala u dugoročne zajmove, korišćenja izvoznih kredita sa povoljnijim uslovima, poboljšanja međunarodne likvidnosti i međunarodnih trgovinskih odnosa (snižavanjem kamatnih stopa i povećanjem uloge ovih zemalja na međunarodnom tržištu

kapitala), te odvijanja i spoljnotrgovinske razmene u valutarna koje nisu dolar. Gut se, u tom kontekstu, zalaže za veći napredak u međunarodnoj saradnji između kreditora iz javnih i privatnih izvora, za tešnje povezivanje sudbina kreditora i dužnika, za veće korišćenje ko-finansiranja sa regionalnim razvojnim bankama (npr. Azijska razvojna banka i Inter-američka razvojna banka) i Svetskom bankom, i za veće odobravanje kredita za platnobilansne i budžetske potrebe dužnika od strane privatnih komercijalnih banaka (pored već pokazanog interesovanja za finansiranje izvoza kapitalnih dobara i projekata). Konačno, IIF, odnosno Institute of International Finance (Institut za međunarodne finansije), koji, iako nije ekvivalent Pariskom klubu, kao kvaziinstitucionalne forme reorganizacije dugova, ima za funkciju da prikuplja informacije o zemljama-dužnicima za manje i srednje banke, da razmatra planove razvoja zemalja, da ocenjuje njihove potrebe za stranim finansiranjem, da vrednuje rizike stranog kreditiranja i da kontaktira sa zajmotražiocima na dobrovoljnoj osnovi.

GLAVA ČETVRTA

GEOEKONOMIJA

1. DOHODAK, POTROŠNJA I ŠTEDNJA

Kao pristalica politike pune zaposlenosti i analitičar faktora koji determinišu kretanje nacionalnog dohotka, Kejnz polazi od problema globalne efektivne tražnje. Ukupnu tražnju formiraju dve njene komponente: 1. Potrošnja ili tražnja potrošne robe, 2.1nvesticije ili tražnja investicionih dobara u privredi.

Potrošnja zavisi od visine ostvarenog nacionalnog dohotka, odnosno od nivoa zaposlenosti i od objektivnih i subjektivnih faktora koji određuju kretanje sklonosti štednji i potrošnji. Kejnz je konstatovao da su ljudi obično skloni da povećaju svoju potrošnju povećanjem svog dohotka, ali ne za onoliko za koliko se povećao njihov dohodak. Uvek jedan deo dohotka ostaje neutrošen, ušteđen. Tako se pojavljuje problem granične sklonosti štednji i granične sklonosti potrošnji. To je odnos između određenog porasta dohotka i porasta štednje odnosno potrošnje tog dohotka.

$$c=\Delta C/\Delta Yd \text{ odnosno } s=\Delta S/\Delta Yd$$

Međutim, i dalje ostaje osnovni odnos u raspodeli dohotka $Yd = C + I$.

Iz navedenih odnosa funkcija potrošnje dobija sledeći oblik: $C = c\Delta Yd$. naravno uz pretpostavku da postoji određeni deo autonomne potrošnje (C_0) koja se nezavisno ponaša u odnosu na promene u visini raspoloživog dohotka. Sada imamo i sledeći dinamički odnos: $C = c\Delta Yd$

Znači, kada realni dohodak privrede raste ili opada, rašće ili će opadati potrošnja ali za manje iznose od porasta samog nacionalnog dohotka: $Y > C$, odnosno $\Delta Y > \Delta S$.

Razlika koja postoji između dohotka i efektivne tražnje jeste štednja.

$$Y - C = S \text{ odnosno } Y - S = C$$

Budući da je osnovni uslov privredne ravnoteže da se potrošnjom i investicijama utroši celokupni dohodak, odnosno da se "podvede potrošnji", nužno je da se celokupna štednja investira. Na taj način dolazi do:

1. Porasta efektivne tražnje dobara, odnosno roba,
2. Porasta zaposlenosti radne snage i kapaciteta,

3. Porasta dodatne tražnje potrošne robe, a to su poznati efekti multiplikativnog delovanja investicija u procesu ekonomskog rasta, o čemu će kasnije biti znatno više reči.

Prema tome, štednja je ex post, a ne ex ante jednaka investicijama (S = I), jer neće doći do situacije da jedan deo dohotka ostane neutrošen, tezaurisan ili izbačen s novčanog tržišta, a to znači iz reprodukcije (dakle samo u slučaju kada se celokupni iznos štednje utroši u investicije). U protivnom nastaje deflacija, pad nacionalnog dohotka i zaposlenosti.

U stvari ne dolazi do automatskog korišćenja celokupnog iznosa štednje u investicijama. Kako štednja nije više vremenski jednaka investicijama, stvaraju se uslovi za hroničnu nedovoljnost tražnje, što pod postojećim uslovima ne omogućava realizaciju celokupnog društvenog proizvoda. U kapitalizmu nema uvek dovoljno želje ni podstreka za investiranjem, nema dovoljno tražnje, a to je osnovna opasnost za egzistenciju kapitalizma. Prema tome, treba pronalaziti sva raspoloživa sredstva i njima se služiti da bi se stimulisala i regulisala globalna i strukturna tražnja i održavala na potrebnom nivou potpune reprodukcije kapitala. U Kejnzovoj teoriji polazi se prvi put od toga da nezaposlenost faktora proizvodnje može da bude posledica ne samo visokog nivoa nadnica, kao što se do tada smatralo, već i od opštih uslova proizvodnje koje karakteriše nedovoljna finalna tražnja. Rešavajući i regulišući pre svega uslove realizacije ili stvaranja dovoljne efektivne tražnje, ona je stvarno postala osnova savremene anticiklične ekonomske politike.

Građanski ekonomisti se danas sve manje dele na kejnzijance i antikejnzijance, pošto su uglavnom svi prihvatili Kejnzove osnovne principe makroanalize,[332]

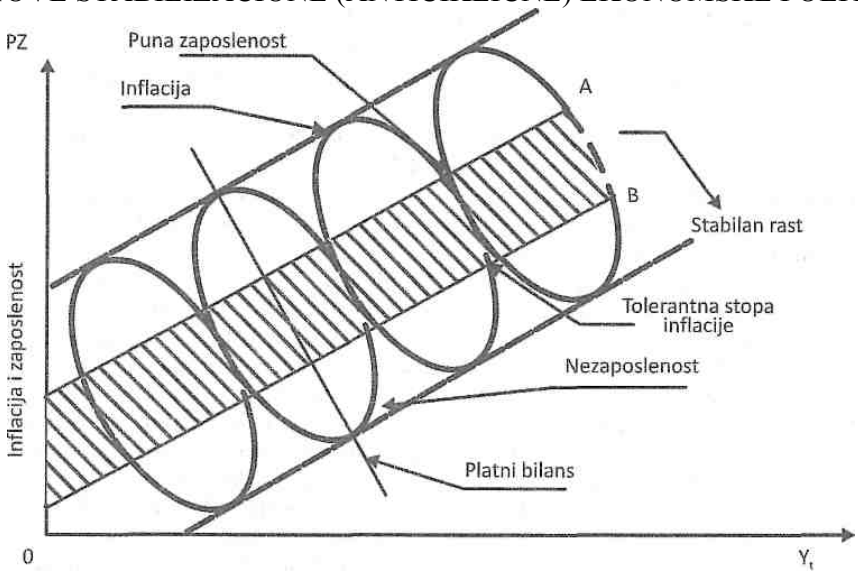
Danas se uglavnom radi o usklađivanju dvaju pravaca:

1. Neokejnzijanske makroanalize, i

2. Poznate maršalijanske mikroanalize koja je danas usavršena brojnim radovima teoretičara monopolske i nepotpune konkurencije. Savremena neokejnzijanska teorija, razvijajući se posle rata u uslovima značajne privredne konjunkture i bez masovne nezaposlenosti, sve veće značenje u istraživanju pridaje nezaposlenosti i analizi nacionalnog dohotka s pozicije socijalno-političke platforme i stopi rasta. Pri tome ona obuhvata i probleme nezaposlenosti i inflacije (koja je danas postala jedan od najtežih problema sveta). Time su zaposlenost i nacionalni dohodak dva elementa jednog istog kretanja. Odnosi osnovnih makroagregata i istraživanja savremene građanske teorije i politike mogu slikovito da se daju na sledeći način međupovezanosti stopa rasta, zaposlenosti, platnog bilansa i stabilnosti.

---

[332] U tom pogledu interesantno je navesti izjavu okorelog monetariste M. Friedmana kojom je iznenadio svet: „Svi smo mi kejnzijanci", mada je i sam pokušao demantovati tu izjavu. Bez obzira koliko bio ortodoksan pristalica liberalizma u privredi Friedman se ipak zalaže, za upravljanje monetarnim rastom preko konstantne dugoročne stope monetarnog rasta.



Savremena makro-ekonomska analiza suočena je sve više s dosta širokim marginama oscilacija stope ekonomskog rasta (Yt), uz istovremenu pojavu inflacije (za razliku od krizno-deflatornog problema iz perioda velike depresije), ali uz pojavu sve više stope nezaposlenosti i deficita u platnim bilansima. Sve je teže održavati zadovoljavajuće stabilan i stalan ekonomski rast, tolerantnu stopu inflacije i "punu" zaposlenost (vidi sliku - raspon AB). Inflacija i nezaposlenost se sve više autonomno ponašaju u odnosu na stopu rasta, a često i u odnosu na stanje platnog bilansa - čime su problemi uravnotežavanja koji stoje pred savremenom makro-ekonomskom politikom postali kompleksni i specifični za svaku nacionalnu privredu.

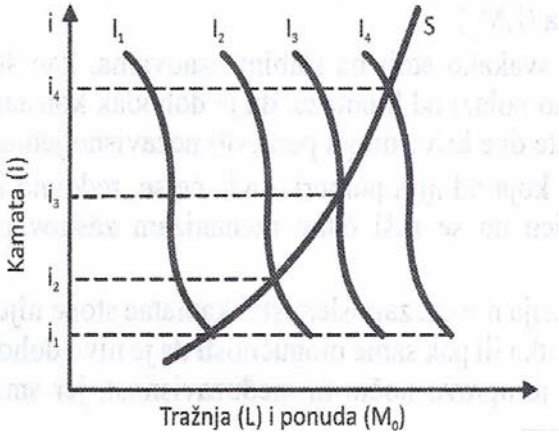
Zbog svega navedenog savremena makroanaliza, koja i dalje počiva na osnovnim Kejnzovim postavkama, sve više dobija naziv teorija determinisanosti nacionalnog dohotka. Osnovna karakteristika ove teorije je i dalje da joj se u prvom planu istraživanja nalaze količinski odnosi u proizvodnji, dok se socijalne i društveno-ekonomske zakonitosti razvoja, određene karakterom vlasništva, nalaze izvan ove teorije.

2. INVESTICIJE, KAMATA I "MARGINALNA EFIKASNOST KAPITALA"

Kritikujući klasičnu teoriju stalne ekonomske ravnoteže, kamate i pune zaposlenosti, Kejnz i sam pokušava da da svoju teoriju kamate vezujući je za ponašanje zaposlenosti i nacionalnog dohotka. Stoga je i logično da mu kapitalno delo nosi naslov "Opšta teorija zaposlenosti, kamate i novac" (General Theory of

Employment, Interest and Money). Pre svega pođimo od činjenice da je klasična teorija polazila od pretpostavke da je visina dohotka data. Ako je visina dohotka data onda kamatna stopa mora da se nalazi na onoj visini na kojoj kriva tražnje kapitala (koja odgovara krivoj pune saturacije privrede kapitalom) preseca krivu ponuđenih ušteda iz datog dohotka uz datu kamatnu stopu. Kejnz tvrdi da je upravo to mesto gde se u klasičnu teoriju uvlači nesumnjiva greška.[333] Kejnz tvrdi[334] da bi zaključak klasične teorije sadržavao dovoljno istine kada bi se tvrdilo da pri datoj krivoj tražnje za kapitalom i datom uticaju promene kamatne stope, uz sklonost štednji iz datih dohodaka, svakom nivou dohotka odgovara jedna jedina vrednost kamatne stope. Međutim, to u stvarnosti nije slučaj, što se vidi iz sledećeg grafikona:

TRAŽNJA I PONUDA NOVCA, KAMATA I DOHODAK

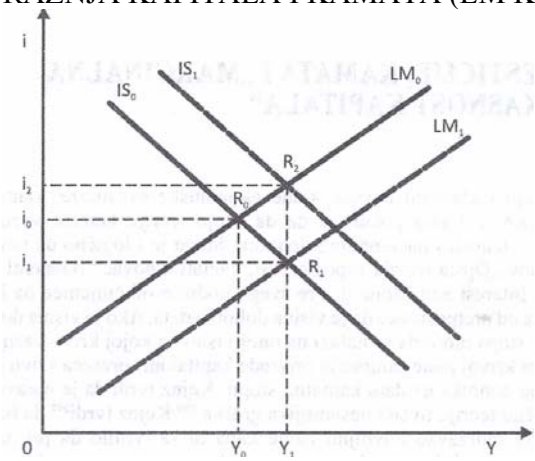


Kriva tražnje za kapitalom i uticaj kamatne stope na ušteđeni iznos predstavljaju nezavisne promenljive veličine ove teorije. Kada se, na primer, kriva tražnje kapitala pomeri, onda novu kamatnu stopu, prema ovoj teoriji, daje nova tačka preseka nove krive tražnje kapitala i krive koja povezuje kamatnu stopu s iznosima koji će da se uštede iz datog dohotka. Ako te odnose pokušamo da prikažemo na poznatoj LM krivoj,[335] dobićemo sledeću sliku:

Pomeranje krive LM_0 na novi položaj LM_1 uz postojanu ponudu dohotka dovodi do snižavanja kamate na nove položaje i. Pomeranje krive IS_0 na IS_1 dovodi do povećanja kamate s položaja i_1 na položaj i_2, ukoliko je ponuda novčanog dohotka ostala nepromenjena (LM_n).

[333] J. M. Kejnz: Opšta teorija zaposlenosti kamate i novca, izd. Kultura, Beograd. str. 215.
[334] Ibidem,str. 215.
[335] Ovde koristimo poznatu LM krivu koju je još Alvin Hansen konstruisao i primenio jer nam pokazuje svaki nivo kamatne stope u zavisnosti od visine novčanog dohotka. (Poznato i kao Hicks-Hansenov cijagram).

TRAŽNJA KAPITALA I KAMATA (LM KRIVOM)



Ova teorija svakako stoji na slabim osnovama, kao što je Kejnz zapazio upravo iz razloga što polazi od hipoteze, da je dohodak konstantan, što se ne slaže sa hipotezom da se te dve krive mogu pomeriti nezavisno jedna od druge.

Ako se bilo koja od njih pomeri, onda će se, redovno i dohodak pomerati, što ima za posledicu da se ruši čitav mehanizam zasnovan na hipotezi datog dohotka.[336]

Klasična teorija novca, zaposlenosti i kamatne stope nije bila svesna značaja promena nivoa dohotka ili pak same mogućnosti da je nivo dohotka stvarno funkcija investiranja. Kejnz je upravo uočio tu međuzavisnost, jer smatra da nije izvesno da suma ušteđena iz datog dohotka mora da se povećava s povećanjem kamatne stope, dok "niko ne treba da sumnja i da kriva investicione tražnje opada s rastućom kamatnom stopom".[337] On u isto vreme smatra da je moguće da samo te dve krive određuju kamatnu stopu. Tvrdnje da je klasična i neoklasična teorija krivo postavila postulate i determimante kamatne stope zasnivaju se, u osnovi, na činjenici da ona "nije uspela pravilno da izdvoji nezavisno promenljive veličine privrednog sistema" i takvima ih posmatra. Štednja i investicije zavisno su promenljive veličine sistema, a ne njegove determinante.[338] Te veličine, s druge strane, rezultat su i determinante sistema, naime "sklonosti potrošnji" krive granične efikasnosti kapitala i kamatne stope.

Tradicionalna, klasična teorija, po Kejnzu, svesna je činjenice da "štednja zavisi od dohotka", ali je previdela činjenicu da dohodak zavisi od investicija; kada se one promene i dohodak se svakako mora promeniti, i to baš onoliko koliko je nužno da bi se uspostavila ravnoteža između promena u štednji i promena u investicijama.

[336] Kejnz isto, str. 216.
[337] Isto, str. 218.
[338] Isto, str. 219

Investicionu aktivnost, a time i tražnju za novim sredstvima za proizvodnju, prema Kejnzu, određuju u osnovi dva faktora:

a) Granična efikasnost kapitala[339] (the marginal efficiency of capital) i

b) Kamatna stopa (cena novca i kapitala).

To su, kako smo videli, samostalne, nezavisne varijable koje ujedno sa sklonošću potrošnji određuju ukupnu efektivnu tražnju, a time i obim zaposlenosti.

"Profitna stopa", ako je postavimo uslovno, ili granična efikasnost kapitala, maksimalna je stopa dobiti koju preduzetnik očekuje od jedinice investiranog dobra.[340]

Graničnu efikasnost kapitala (profitnu stopu) Keynes suprotstavlja kamatnoj stopi. Na toj osnovi on i gradi svoje istraživanje protivrečnosti industrijskog i novčanog kapitala.[341]

Osvrćući se na prethodne teorije, Keynes tvrdi da će u stanju ravnoteže kamatna stopa da bude jednaka graničnoj efikasnosti kapitala jer će da se isplati povećani, odnosno smanjeni obim tekućeg investiranja sve dok se ne dostigne stanje jednakosti. Dakle, kada je ponuda kapitala jadnaka tražnji, ravnotežna stopa jednaka je marginalnoj efikasnosti kapitala u visini ponude (i_3). Povećana tražnja kapitala povećava kamatu i smanjuje marginalnu efikasnost u odnosu prema kamatnoj stopi. Sniženje kamate sa i_4 na i_1 osiguraće dovoljno visoku marginalnu efikasnost kapitala.

Zbog stalne spekulativne tražnje novca i neelastičnosti kamate, obično dolazi do snižavanja i marginalne efikasnosti investicija (MEI). To znači da treba da se snizi kamata, svesno, namerno, kada to već ne može da učini tržište, i da se vodi politika niske kamatne stope da bi se povećala marginalna efikasnost kapitala i dao podstrek investicijama.

Keynes u potpunosti negira tvrdnju klasične teorije da porast kamatne stope dovodi do porasta štednje, pri čemu težište analize prebacuje na teret odnosa delovanja kamatne stope na nivo investicija, a time i na njihov odraz na veličinu nacionalnog dohotka.[342]

Navedeni mehanizam transmisije u delovanju kamate na investicije i nacionalni dohodak obično se prikazuje na poznatom "trojnom obrascu" kojim se istovremeno povezuje novac i kamata, s jedne strane, i njihovo delovanje na

---

[339] Graničnu efikasnost kapitala, po Kejnzovoj terminologiji donekle možemo identifikovati s profitnom stopom u Marksovoj teoriji.

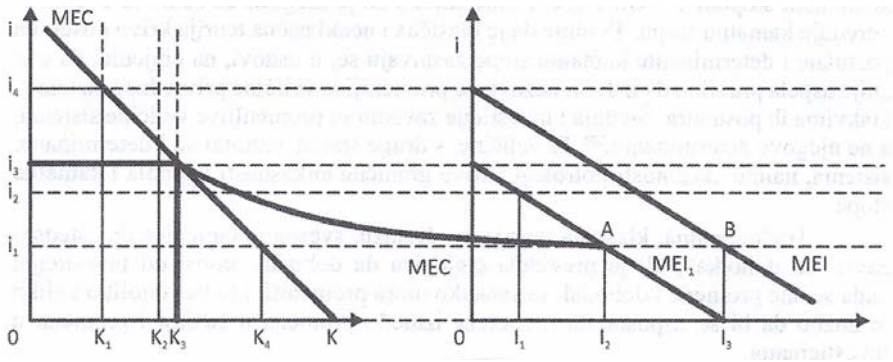
[340] Mada u Kejnzovom tretmanu profita ne nalazimo ništa novo u odnosu na već poznatu koncepciju vulgarne građanske teorije po kojoj profit ne potiče od neplaćenog viška rada radnika, nego izvire iz samih sredstava za proizvodnju. Očito je da se time zamagljuje priroda i sugatija i same kamatne stope.

[341] J. M. Keynes: Opšta teorija... (Uvodni deo, str. 33)

[342] Nesumnjivo je da se takvim Keynesovim stavovima „ukida" i teorija pune zaposlenosti. Klasična teorija prelazi nateoriju determinisanosti nacionahiog dohotka, što je, po našem mišljenju, zapravo prebacivanje područja istraživanja na stvarne makroagregate privrede, uz mogućnost dubljeg istraživanja njihove prirode i složenih odnosa međuzavisnosti

investicije (preko marginalne efikasnosti kapitala) i nacionalnog dohotka, s druge strane.

MARGINALNA EFIKASNOST KAPITALA (MEC), KAMATNA STOPA (i) I MARGINALNA EFIKASNOST INVESTICIJA (MEI)



Pretpostavimo da centralna banka snizi kamatnu stopu na kredite ili, obrnuto, da poveća novčani opticaj sa A na B na krivoj preferencije likvidnosti L, što će da dovede do snižavanja kamatne stope sa 8% na 4%. Pad kamatne stope dovešće do porasta kredita i granične efikasnosti investicija (MEC) sa A' na B', a porast investicija kroz proces multiplikacije dovešće do većeg porasta nacionalnog dohotka sa A" na B". S druge strane to će dovesti do obaranja štednje koju će vlasnici dohotka biti spremni da formiraju uz nižu kamatnu stopu.

Porast kamatne stope, s druge strane, sa A na C (odnosno sa 8% na 18%) nepovoljno se odražava na obim investicija, jer njeno povećanje pri datoj "graničnoj efikasnosti kapitala" (MEC), pogađa preduzetnike, a time i investicionu delatnost. Sužavanje investicione delatnosti uzrokuje pad nacionalnog dohotka (Y) koje je srazmerno veće od smanjenja investicija jer pad investicione aktivnosti izaziva mnogo veći porast nezaposlenosti i sužavanje ukupne potrošnje (delovanjem principa multiplikatora), o čemu će kasnije da bude više reči.[343]

Kako sve realne odnose u sferi proizvodnje, raspodele i potrošnje Keynes svodi naprirodne i psihološke zakonitosti, to je njegova teorija očito subjektivističko-konzervativna teorija. Tako npr. udeo potrošnje u nacionalnom dohotku koja, u osnovi, zavisi od klasne strukture društva i odnosa profita i plana zaposlenih, prema Keynesu, određen je "osnovnim psihološkim zakonom društva".

Ta teorija, bazirajući se velikim delom na "sklonostima" kao psihološkim reakcijama nosilaca dohotka, a ne uzimajući u obzir socijalno-ekonomske zakonitosti razvoja kapitalizma, postaje jedna od brojnih iluzija kapitalizma o mogućnostima savlađivanja njegovih protivrečnosti uz intervencije države.

[343] P. A. Samuelson, op. cit. str. 348-349.

Očita slabost klasične teorije mehanizma kamatae stope, prema Keynesu leži u tome što ona ne uzima u obzir zaista neospornu činjenicu da do promena u visini dohotka dolazi zato što se ona javlja kao neminovna posledica promena u investicionoj delatnosti. Prema Keynesu, teorija klasičara bila bi tačna jedino kad bi se primenjivala u uslovima pune zaposlenosti,[344] što je više slučajnost i samo izuzetno stanje privrede.

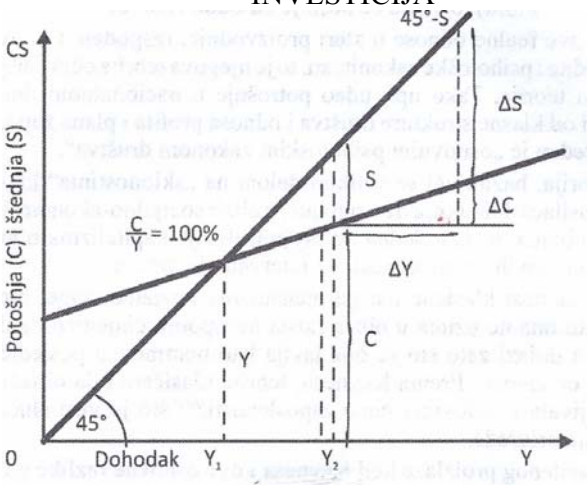
Iz navedenog proizlaze kod Keynesa i dve osnovne razlike u odnosu prema staroj klasičnoj teoriji:

1. Da nivo investicija nije određen veličinom novčane akumulacije, već obrnuto, da je novčana akumulacija određena nivoom investicija, i

2. Da visina kamatne stope nije određena odnosom između novčane akumulacije i investicione tražnje i da u osnovi odnos tih dveju veličina može odrediti visinu kamatne stope.

Keynes polazi od realne pretpostavke da se privreda ne nalazi u stanju opšte ravnoteže koja se samo povremeno poremeti i, imanentno klasičnoj teoriji, ponovno usmeri novoj ravnoteži. Pri tome on odbacuje uočenu slabost klasične teorije novca i kamatne stope i u analizu kamatne stope uključuje i promene u visini dohotka narodne privrede kao logičnu posledicu promena u investicionoj potrošnji. Dakle, i dalje polazi od odnosa Y = C + S, ali na sasvim drugim osnovama, što se vidi na prethodnom grafiku.

MEĐUZAVISNOST PROMENA DOHOTKA, KAMATNE STOPE I INVESTICIJA



Visina štednje je zavisno promenljiva u odnosu na kretanje dohotka privrede. Pri promeni visine dohotka jedan se stalan srazmeran deo upotrebljava

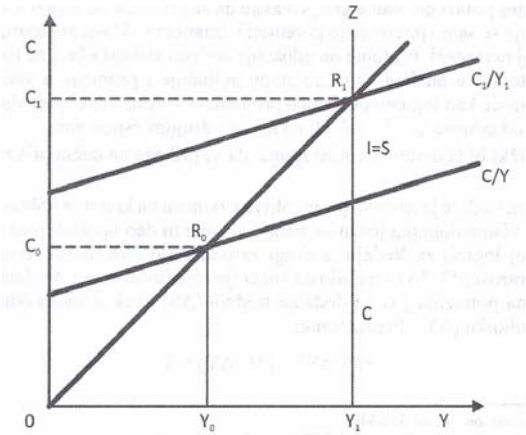
[344] Budući da je samo u tom slučaju društveni dohodak veličina određena raspoloživom masom falctora proizvodnje, a samim tim i društvena akumulacija, koja pri datoj „sklonosti potrošnji" predstavlja određenu veličinu.

(po inerciji i ekonomskoj logici) za štednju, a drugi za potrošnju (srazmerno visini izražene "sklonosti potrošnji"). To bi trebalo da znači (prema lineamom toku funkcije C (Y) da su dodatna potražnja (ΔC) i dodatna štednja (ΔS) uvek u istom odnosu prema dodatnom dohotku (ΔY). Prema tome:

$$(\Delta S/\Delta Y) + (\Delta C/\Delta Y) = 1$$

Pođemo li od pretpostavke, prema Keynesu, dak od datog dohotka investicije budu jednake štednji I = S (pri čemu je Y = I + C) i pokušamo li da to grafički prikažemo, imamo sledeći slučaj:

INVESTICIJE I ŠTEDNJA KOD DATOG DOHOTKA



Primenjujući taj slučaj kod klasične teorije kamatne stope, pojavila bi se ravnoteža, koja je razumljiva sama po sebi, i to pod pretpostavkom punog zaposlenja kapitala, rada i zemlje (dakle zemlja, rad i kapital). Ovde bi automatizam kamatne stope trebao da se brine o tome. Svakako da se ovde polazi od Keynesove pretpostavke da u takvoj privrednoj ravnoteži ne mora da postoji puna zaposlenost, a samo uključivanje promene dohotka, kao logične posledice promena "sklonosti ka investiranju",[345] znači korak dalje u naučnom spoznavanju komplikovanosti uslova u kojima deluje kamatna stopa u privrednom mehanizmu.

3. GRANIČNA EFIKASNOST KAPITALA I KAMATA

Nedovoljnost globalne efektivne tražnje i nedovoljnost željenih investicija uzrokuju pad tražnje, pre svega sredstava za proizvodnju, a zatim ukupne efektiv-

[345] Keynes u svojim razmatranjima uzajamnosti funkcionisanja dohotka, sklonosti štednji i sklonosti investiranju polazi od objašnjenja uslovljenosti kroz poznati proces multiplikatora (dohotka i investicija).Ne smatramo za potrebno da se na tome ovde duže zadržavamo i dajemo šire interpretacije, jer to ćemo da izložimo u drugim delovima ovog rada.

ne tražnje u privredi. Prema tome, logično je da podsticaj treba dati investicijama koje su u padu, a koje uzrokuju pad drugih makrooagregata procesom multiplikativnog delo vanja investicija. Taj podsticaj daje se obično promenom odnosa profitne i kamatne stope (cena novca). Visinu profitne stope Keynes naziva "granična efikasnost kapitala" (MEC). On tvrdi da "odnos između očekivanog prinosa od još jedne jedinice te vrste kapitala i troškova proizvodnje te jedinice daje nam graničnu efikasnost kapitala".[346]

Zbog pada profitne stope, što je uzrokovano porastom društvenog kapitala u privredi, nema u njoj dovoljno podsticaja za investiranje, a to uzrokuje uzdržavanje od novih investicija. Posledice su dalje zadržavanje novca u obliku porasta "sklonosti likvidnosti" (gotovini) i porasta novca van upotrebe".[347]To izaziva pad i nedovoljnost sklonosti investiranju, pre svega zbog daljeg pada granične efikasnosti kapitala. Keynes je u takvoj situaciji protiv sniženja najamnina. Najamnine su rigidne, a izlaz se traži u povećanju profita, odnosno u porastu dohotka u rukama kapitalista organizatora proizvodnje (preduzetnička dobit). Sniženje najamnina u krajnjem slučaju preko tražnje potrošne robe. Pritisak na sniženje cena novca i kapitala (kamate) uzrokuje relativni porast profita koji ostaje kapitalisti investitoru, dakle porast preduzetničke dobiti, što dovodi do novog porasta investicija. Zasecanjem interesa novčarskog kapitaliste, bankara, sniženjem kamatne stope, uz tzv. politiku jevtinog novca, Keynes povećava profit industrijskog kapitaliste, čime dovodi do porasta proizvodnje i zaposlenosti. Istina Keynes ne uzima u obzir mogućnost delovanja kamate koja je različita pri različitim visinama autofinansiranja, nezavisnosti preduzeća od spoljnih izvora finansiranja (koja je u savremenom kapitalizmu značajna, čime se menja značaj i domet delovanja kamatne stope).

U tom smislu Keynes preporučuje mere ekonomske politike države za uklanjanje pojave deflacije i nezaposlenosti kao hroničnih pojava od kojih pati kapitalizam. Keynes preporučuje stvaranje dodatne investicione (ΔI) i potrošne (ΔC) tražnje pomoću državne intervencije, a to znači da preporučuje državi da utiče na promene svih elemenata funkcije potrošnje: lične (C), investicione (I) i opšte potrošnje (G).

Prema tome ukupna funkcija potrošnje ili samo neki pojedinačni njen oblik pod neposrednim je delovanjem ovih dvaju faktora:

a) marginalne efikasnosti kapitala i

b) kamatne stope, pod pretpostavkom rigidnih najamnina ili čak uz obavezan rast najamnina, što odgovara rastu produktivnosti rada ili novouposlenim radnicima.

Kako se kriva ukupne potrošnje sastoji od triju poznatih oblika

---

[346] J. Keynes: Opšta teorija zaposlenosti, kamate i novca, 1936.

[347] Shodno kembridžskoj varijanti kvantitativne teorije novca dolazi do porasta, koeficijenta „k" odnosno zadržanih likvidnih sredstava iz raspoloživog novčanog dohotka (preduzeće, banke i stanovništvo).

$$(C + I + G),$$

svaki od njih dalje može da se dekomponuje na svoje sastavne delove:

$$C = C_c + Si + S_g = Ic + I_i + 1_g \text{ odnosno}$$
$$G = G_c + G_i + G_g .$$

Delovanjem na bilo koji od navedenih sastavnih elemenata "nižeg reda deluje se i na osnovni makroagregat pod pretpostavkom da ostali elementi ostanu ceteris paribus.

Upravo je tu nužan intervencioni mehanizam države da pomoću svog elementa G deluje na korekciju kretanja elemenata C i I.

U stvaranju dodatne globalne tražnje (investicione, opšte i lične) država se neposredno angažuje u nekoliko osnovnih sfera. Te sfere su;

A. Sfera investicija u kojoj se država angažuje:
1. Neposrednim investicijama
2. Javnim radovima

B. Sfera delovanja na dohodak i ostalo trošenje dohotka u kojoj se država angažuje:
1. Porezom, odnosno poreskom politikom,
2. Kreditno-monetarnom politikom;

C. Sfera kompenzatornog delovanja na nacionalnu ekonomiju u kojoj se država angažuje:
1. Budžetskom politikom, deficitom ili suficitom budžeta
2. Politikom javnog duga
3. Politikom deviznog kursa i platnim bilansom.

Država sprovodi takve mere radi dopune i korekcije privatne inicijative i osiguranja potrebnog nivoa ukupne ili globalne tražnje. To je preduslov pune zaposlenosti rada i kapitala.

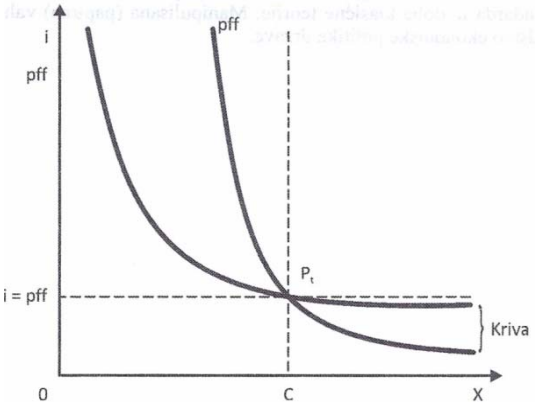
U tom smislu Keynes je pristalica politike jeftinog novca, odnosno politike niske kamatne stope. Dakle, on je pristalica čak i dopunske emisije novca (deficitnog finansiranja) preko kreditnog tržišta, a sve radi podizanja granične efikasnosti kapitala u privredi koja teži recesiji ili deflaciji. Svemu navedenom konačan cilj je porast "granične efikasnosti kapitala" koji podstiče investicije koje su imale tendenciju pada s mnogo većim negativnim delovanjem na dohodak i zaposlenost.[348]

Kao pristalica politike jačanja efektivne globalne tražnje monetarnim merama i iznad nivoa realnog nacionalnog dohotka, Keynes je taj problem posebno isticao. Uprkos tome što će takva orijentacija da da impuls inflacionim tendencijama u privredi, Keynes polazi od toga da to neće da izazove negativne posledice na finansijsku stabilnost ako se radi o umerenoj inflaciji i ako se na taj

[348] Videti deo o multiplikatoru i akceleratoru.

način odnosi između ponude i tražnje monetarnom politikom uspostavljaju u uslovima nepotpune zaposlenosti u svim granama privrede.

ODNOS PROFITNE I KAMATNE STOPE[349]



Dakle, u fazi stagnacije i depresije proces formiranja kapitala u privredi treba podržati ekspanzionom monetarnom politikom, zato što tada obično banke, zbog recesije i povećane sklonosti likvidnosti, ograničavaju kredit, odnosno sprovode politiku uzdržavanja od davanja kredita.

U uzlaznoj fazi konjunkturnog ciklusa proces formiranja novčanog kapitala treba da se ograniči jer ekspanzija novca sama po sebi potencira neravnotežu između dohotka i investicija.

Depresivno stanje privrede zahteva ekspanzivnu monetarnu politiku, dok dalje kretanje ka ekspanziji zahteva izvesnu blažu ili "doziranu" liberalnu politiku novca. U ulaznoj fazi proces formiranja novčanog kapitala treba da se ograničava. Liberalnu ili restriktivnu politiku novca treba sprovoditi izvesno vreme pre generalnog zaokreta iz jedne u dragu fazu ciklusa (zbog vremenskog zaostajanja u delovanju monetarne politike, o čemu na drugom mestu više raspravljamo).

Princip anticikličnog finansiranja i vođenja "politike novca" time je uglavnom prihvaćen. Time je prihvaćena i koncepcija manipulisane valute umesto zlatnog standarda iz doba klasične teorije. Manipulisana (papirna) valuta postaje snažno sredstvo ekonomske politike države.

[349] Dr S. Komazec: Novac, kredit i kamata u samoupravuom socijalizmu, izd. NIP „Štampa", Šibenik, 1975.

4. EKONOMIJA, INVESTICIJE I ZAPOSLENOST

4.1. Investicije, zaposlenost i nacionalni dohodak

Prema kejnzijanskoj ekonomskoj teoriji savremeni kapitalizam nije u stanju da bez intervencije države osigura onaj nivo investicija koji bi doveo do pune zaposlenosti, kao uslova za stabilizaciju kapitalističkog sistema, uz istovremeno sprečavanje porasta cena, odnosno nastanka i širenja inflacije.

Neokejnzijanska teorija smatra da bez intervencije države stihija investicija pod delovanjem stihijskog delovanja tržišta, jednom dovodi do nezaposlenosti, a drugi put do inflacije. Takav sistem prepušten sam sebi ne poseduje nikakav unutrašnji automatizam koji bi održavao onaj obim investicija koji bi osigurao punu zaposlenost bez inflacije.

Naprotiv, nezaposlenost faktora proizvodnje i nizak nivo investicija, odnosno stalna tendencija ka hiperakumulaciji ili akumulaciji radi akumulacije, jedan je od osnovnih problema savremenog kapitalizma. Masovna nezaposlenost koja se pojavila u velikoj depresiji 1929. do 1933., kad je bilo nezaposleno oko 40 miliona radnika, bila je praćena i ogromnim smanjenjem proizvodnje koja je po nekim procenama jednaka ukupnim troškovima Drugog svetskog rata.

Takva se tendencija zapaža i u savremenom kapitalizmu, posebno u vodećim kapitalističkim privredama, mada nema takvu dubinu u posleratnim kriznim stanjima kao pre Drugog svetskog rata.

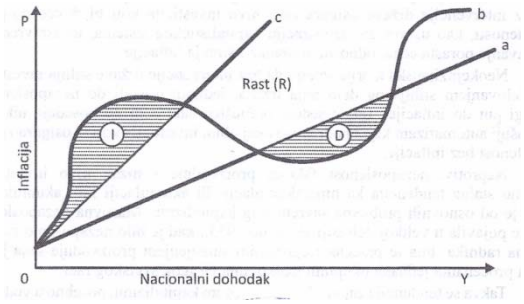
Drugi stalno prisutan problem, uz navedeni, je problem inflacije u privredi, problem opšte neravnoteže savremenih ekonomskih sistema, kao i svetskog ekonomskog sistema kao celine.

Neki ekonomski automatizam u takvim uslovima postao je za kapitalizam nemoguć, posebno ako on pokušava da se pronađe u funkcionisanju samog tržišnog mehanizma, bez neke "pomoći" sa strane, pre svega od strane savremene države i mera anticiklične politike koju je u stanju da sprovodi s više ili manje uspeha.

Opadanje krive privredne aktivnosti znači dolazak nezaposlenosti i depresije, a najviši nivo ulazne faze konjunkture (buma) u uslovima pune zaposlenosti i iskorišćavanja proizvodnih kapaciteta nosi sa sobom inflaciju. Dakle, javljaju se stalno u tom sistemu dve krajnosti cikličnih oscilacija konjunkture.

Danas bi to moglo savremenije da se prikaže na sledeći način:

EKONOMSKI RAST, INFLACIJA I DEPRESIJA



I - Inflacija
D - Depresija i nezaposlenost
R - Ekonomski rast

U objašnjavanju problema nezaposlenosti i depresije, s jedne strane, i inflacije, s druge strane, kao dveju krajnosti cikličnih kretanja tržišnih privreda Keupez u prvi plan ističe problem visine i ponašanja investicija. Promenljivost obima investicija stoga je jedan od osnovnih elemenata kejnzijanske teorije zaposlenosti i ponašanja privrede uopšte. Od nivoa investicija zavisi da li će u privredi biti stanje:

1. Masovne nezaposlenosti s dubokim depresijama i padom nacionalnog dohotka,
2. Inflacija i opšti skok cena,
3. Masovna nezaposlenost, pad investicija i inflacija ili
4. Neka druga kombinacija tih makroodnosa, što je, po svemu sudeći, karakteristika savremenih privrednih sistema.

To znači da investicije utiču na kretanje i fluktuacije dohotka i zaposlenosti.[350] To je zato što iz jednačine Y = C + I porast elementa I, uz nepromenjenu visinu C, ili uz adekvatno smanjenje C, uzrokuje porast nacionalnog dohotka. Odmah se, međutim, postavlja pitanje kako, na koji način. Da li istosmerno i u istom obimu? To ćemo delovanje kasnije šire obraditi.

Prema kejnzijanskoj teoriji očita nesposobnost samog sistema da automatski određuje optimalan nivo i strakturu investicija koji bi doveo do pune zaposlenosti bez inflacije. To znači da u jednom periodu on može da se javi kao nedovoljan, kada dolazi do nezaposlenosti, ili da bude previsok kada dolazi do inflacije. Iz toga proizlazi da takav sistem ne sadrži u sebi nikakav automatski

[350] Pripadnici klasične teorije pre Keynesa smatrali su da se u automatizmu tržišta mobilišu i najbolje kombinuju pojedini faktori proizvodnje (zemlja, rad, kapital), „što dovodi do takve strukture investicija koja odgovara potrebama potrošača". Kejnzijanska teorija definitivno napušta takve stavove u ekonomskoj teoriji.

mehanizam uravnoteženja obima investicija i štednje. U razvijenoj kapitalističkoj privredi štednja i investicije razdvojena su dva akta: ne mora da se investira u isto vreme kada se i štedi, i obrnuto. U naturalnoj privredi jedna osoba i štedi i investira. U kapitalizmu ne štede samo investitori radi investiranja već i sasvim druge osobe, i to iz potpuno drugih razloga, a ne samo iz želje za investiranjem.

Kapitalistički sistem može decenijama da ostane na niskom nivou investicija koje uzrokuju nezaposlenost, depresiju i deflaciju (opšti pad cena) i zastoj.

Keynes je pre svega istraživao problem zaposlenosti, a time i faktore koji određuju obim i kretanje zaposlenosti u privredi. Nezaposlenost (velika ekonomska kriza) bila je tada jedan od najvećih problema sveta. Nije ništa neobično da mu glavno delo počinje problemom zaposlenosti.[351]

Ekonomski razvoj pokazao je da u dugim vremenskim intervalima u razvoju kapitalizma investicije mogu da budu previsoke. Tada dolazi do inflacije. Posleratni period dobar je primer za to. To znači da je Keynes analizirao i slučaj kada su I > S, kada se razvija inflacija tražnje (demand-pull inflation). Istina, taj problem on ne obrađuje u svojoj General Theory, već u How to Pay to War (Kako finansirati rat, 1940.). Isti problem obrađujemo šire u delu u kojem razmatramo problem inflacije,

To su, dakle, dva problema, dve krajnje tačke cikličnog kretanja kapitalističke privrede: nezaposlenost i depresija, s jedne strane, i inflacija s preteranim investicijama (I > S), s druge strane.

Keynes i celokupna neokejnzijanska teorija smatraju da tržišni sistem, prepušten sam sebi, obavezno dovodi do ekonomske nestabilnosti, nezaposlenosti i inflacije, mada su negirali ciklična kretanja kao zakonitost kapitalističke privrede, u čemu su se oštro razlikovali u odnosu na Marksa. Upravo zbog toga predlažu se mere makroekonomske politike koje treba da otklone ili ublaže te poremećaje i ekstremna kretanja u ciklusu: nezaposlenost i inflaciju.[352] S tim u vezi rađa se kompleks mera anticiklične stabilizacione politike.

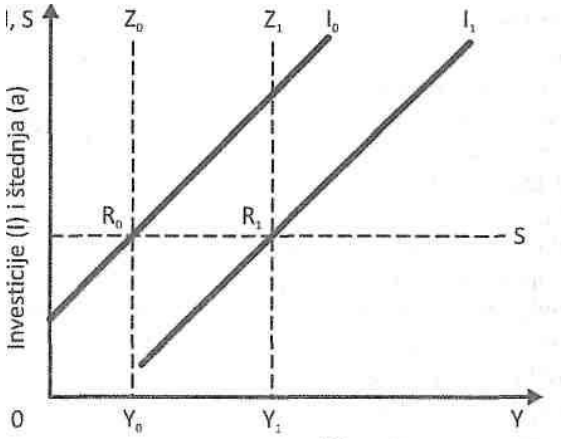
Promenljivost obima investicija je prema ovoj teoriji jedan od osnovnih faktora u analizi i regulisanju zaposlenosti i stabilnosti cena.

---

[351] J. M. Keynes: The General Theory of Employment, Interest and Money, London, 1936.

[352] Danas je posebno izražen slučaj pojave nezaposlenosti u uslovima jače izražene inflacije. To je pojava stagflacije. Navodimo kao primer V. Britaniju u 1973. godini, u kojoj je stopa inflacije iznosila oko 10%, a broj nezaposlenih popeo se na 2,2 miliona. No situacija u drugim zemljama nije nimalo drugačija, posebno u toku 1974. i 1975. godine kada se nezaposlenost u zemljama Evrope popela na oko 18 miliona uz prosečnu stopu inflacije od preko 11,5%. Samo u SAD nezaposlenost se povećala u 1975. na preko 9 miliona. (Videti šire u delu u kojem razmatramo probleme inflacije).

DELOVANJE INVESTICIJA NA VISINU NACIONALNOG DOHOTKA I ZAPOSLENOST



Uz datu visinu štednje, povećanje investicija sa I na I_1 dovešće do povećanja nacionalnog dohotka sa Y_0 na Y_1 uz novu tačku ravnoteže sa R_0 na R_1 ali i nmogo viši nivo zaposlenosti sa Z_o na Z_1,

4.2. Odnosi u kretanju štednje i investicija i problem tezauracije

Uz osnovno delovanje investicija na nacionalni dohodak, odnos štednje i investicija, a i odnos između novčane i stvarne (realne) akumulacije drugi je faktor neokejnzijanske makroanalize i stabilizacione politike.

Budući da štednju i investicije obavljaju različiti subjekti, akt štednje odvojen je od akta investicija. Štednja u tom slučaju nije uvek, a to i ne mora da bude, kod svih subjekata koji štede svoj dohodak usmerena u investicije.[311]

Vlasnici dohotka iz različitih pobuda štede. U naturalnoj privredi, to je ista osoba koja štedi da bi investirala. U razvijenoj, to su brojni različiti subjekti štednje koja ne mora biti motivisana željom za investiranjem. Odvojenost akta štednje i investicija omogućuje da svi neutrošeni (ušteđeni) delovi dohotka ne budu privedeni investicijama, a time se javlja problem tezauracije novca. Prema tome, štednja i investicije ne moraju da se poklapaju $S \neq I$, mada osnovni odnos $S = I$ ostaje i dalje najinteresantniji.

4.3. Delovanje investicija i štednje na nacionalni dohodak i zaposlenost

Investicije i štednja prema kejnzijanskaj teoriji determinišu obim i nivo nacionalnog dohotka i obim zaposlenosti, ali na različitim nivoima, ne samo na nivou pune zaposlenosti. Promene u investicijama presudno deluje na kretanja nacionalnog dohotka, proizvodnju i zaposlenost.

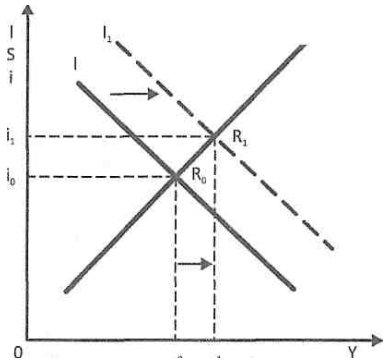
Ovaj odnos se obično prikazuje preko krive kretanja investicija i linije štednje.

Štednja pre svega zavisi od visine dohotka i same sklonosti štednji, a investicije su podložne uticaju drugih brojnih faktora (marginalna produktivnost investicija, kamata, poslovni izgledi, konjunktura idr.).

Na grafikonu ukupne društvene štednje dodata je linija investicija, koja se nalazi na dva nivoa I_0 i I_1 koja zavisi od visine nacionalnog dohotka.

Ovde se pod investicijama misli na neto ili čiste investicije, investicije koje znače stvaranje novog realnog kapitala, novih sredstava za proizvodnju. Neko ih naziva i "investicijama za proširenje" (V. A. Bajt, Osnovi ekonomkke, Informator, Zagreb, 1967.).

INVESTICIJE, ŠTEDNJA I DOHODAK



Ordinata pokazuje visinu štednje i investicija prema kretanju visine nacionalnog dohotka.

Tačka preseka linije investicija (I) i štednje (S) u prvom položaju je tačka R_0 koja označava, tačku ravnoteže ili ekvilibrija na određenoj visini nacionalnog dohotka OM. U tom slučaju nivo nacionalnog dohotka manji je od nivoa koji bi odgovarao nivou pune zaposlenosti (OZ). U drugom slučaju kriva investicija se pomera na viši nivo I_1 što uz postojeću liniju štednje (S) daje novu tačku preseka i ravnoteže R_1 ali na znatno višem nivou nacionalnog dohotka (OM).

Nivo nacionalnog dohotka je stoga određen presekom krive investicija i linije štednje. Tačka preseka tih dveju linija (R_0 i R_1) je ravnotežni nivo nacionalnog dohotka. Pomeranje krive investicija naviše povećava nacionalni dohodak i zaposlenost sve bliže liniji pune zaposlenosti (ZZ). Visina nacionalnog dohotka OM i OM_1 manja je od nivoa nacionalnog dohotka, koji bi odgovarao nivou potpune zaposlenosti (OZ). Zbog toga ni jedan drugi nivo nacionalnog dohotka, koji nije ravnotežni, ne može dugo da ostane. Zato uvek mora upravo presek linije štednje i krive investicija da određuje ravnotežni nivo dohotka. To je moguće u objašnjenju tri slučaja:

1) Kada je nivo investicija koje preduzeća žele da preduzmu jednak nivou štednje (I = S) koju stanovništvo želi da uštedi, neće da dode do neravnoteže, neće da dođe do naglih prodaja koje bi bile stimulans proizvodnji, neće da dođe do gomilanja zaliha, poslovnost će se normalno odvijati. Nacionalni dohodak se nalazi u tački (R_0 i R_1) što znači da je to ravnotežni nacionalni dohodak. Takvo se stanje može nazvati ravnotežom u privrednom sistemu.

2) Kada stanovništvo više štedi u odnosu na investicione želje investitora dakle, kada je S>I, dobijamo sasvim drugi slučaj u privredi. Nastaje stanje neravnoteže koja ne može dugo da traje iz sledećih razloga:

1. Štednja stanovništva veća je od želje za investiranjem;
2. Porast štednje znači uzdržavanje (smanjenje) od potrošnje iz poznatog odnosaY= S + C;
3. Sve to, uglavnom, deluje na opadanje realizacije;
4. Ukupne kupovine padaju i postaju nedovoljne;
5. Dolazi do nagomilavanja robe, pada proizvodnje i otpuštanja radnika;
6. Dolazi do nezaposlenosti radne snage i kapaciteta;
7. Što, konačno, smanjuje dohodak stanovništva koji utiče na smanjenje sklonosti štednji i pada štednje, a to se sve odražava i na nivo investicija;

3) U trećem slučaju stanovništvo i vlasnici dohotka formiraju manju štednju od želja za investiranjem, dakle imamo odnos: S<I ili stanje neravnoteže. Neravnoteža ne može dugo da traje iz sledećih razloga: istraživanja u neokejnzijanskoj teoriji uzimaju u obzir taj element, posebno onog momenta kada se prešlo na stopu rasta kao primarni cilj ekonomske politike, a stabilnost zaposlenosti ciljeve "u drugoj liniji". Investicije, konačno, predstavljaju faktor ponude kao što su i faktor tražnje, j kao asno s određenim vremenskim nepodudaranjem u vremenu formiranja tražnje i momenta formiranja ponude.

Proces formiranja štednje i proces investicija se uglavnom ne poklapaju vremenski, po subjektima i posebno. Tu se javljaju institucije, instramenti i mehanizam rasta kapitala da štednju "odvede" do investitora. Ovaj problem šire razmatramo na drugom mestu.

5. DOHODAK, POTROŠNJA I PLATNI BILANS

Platni bilans kao sintetički izraz ekonomskih odnosa zemlje s inostranstvom posebno je značajan sektor privrede i ekonomske politike koji danas dobiva izuzetno mesto u svim nacionalnim ekonomijama. Problem platno-bilansne neravnoteže povezan je s nekoliko značajnih međusobno zavisnih varijabla eksternog i internog karaktera:

1. sa sve neravnomernijim ekonomskim razvojem u svetu koji je opterećen problemima svetske trgovine, međunarodnog monetarnog sistema i do sada

neuobičajen tokovima kapitala, unilateralnim potezima radi odbrane od deficita i uopšte nepovoljnih kretanja u deviznom i platnom bilansu,

2. sa sve neuravnoteženijim ekonomskim razvojem u domaćoj privredi koji je povezan sa značajnim disproporcijama u razvoju i inflatornim kretanjem cena i troškova proizvodnje, a zatim sa sve složenijim i teško predvidivim performansama stope ekonomskog rasta, koje gotovo u svim savremenim nacionalnim ekonomijama postaju funkcija platnog bilansa ("platni bilans predstavlja granicu proširene reprodukcije").

Zbog toga, ali i niza drugih razloga, koje ovde nećemo razmatrati, politika platnog bilansa danas postaje područje posebnog državnog intervencionizma i monetarne politike većine zemalja. Ovo područje spada istovremeno u oblast regulisanja spoljne trgovine i oblast monetarno-kreditne politike. Tu se sve manje oseća prisutnost automatizma tržišta, a sve više svesnih mera državnog intervencionizma.

Deficit platnog bilansa danas se javlja kao poseban problem razvijenih i nerazvijenih ekonomija, gotovo identično problemu inflacije. Postoje u literaturi brojni faktori koji dovode do deficita odnosno suficita platnog bilansa (mada se deficit uglavnom smatra problemom koji treba rešavati).

Faktori koji potiču pojedine zemlje da vode takvu ekonomsku politiku, a koja dovodi do teškoća u platnom bilansu, različiti su. Ekonomski faktori obično se mogu klasifikovati u nekoliko grupa. Te grupe jesu:

1) inflacija unutar privrede koja se manifestira preteranom potrošnjom u odnosu na nacionalni dohodak (Wp > Y).[353]

2) neusklađenost između troškova i" cena koja se obično odražava u tendenciji stalnog rasta cena i troškova, odnosno u pojavi inflacione spirale troškova i cena,

3) strukturalne promene u domaćoj privredi u toku ekonomskog rasta koje dovode do pogoršavanja realnih ekonomskih odnosa s inostranstvom i veće zavisnosti reprodukcije o uvozu.

Strukturna transformacija privrede u procesu rasta može da dovede do eksterne neravnoteže. Pod pritiskom potreba industrijalizacije, postoji visoka sklonost investiranju koja dovodi do sve većeg uvoza i ograničenog izvoza (sklonost uvoza se povećava, a izvozu pada). Usled visokog učešća opreme u ukupnom uvozu "jedinična vrednost uvoza se povećava, što pri nepromenjenoj strukturi izvoza znači pogoršanje čistih odnosa razmene. Takva situacija nameće pojačanje izvoznih napora ili pribegavanja deficitnom finansiranju uvoza da bi se održao tempo reprodukcije",[354] spoljni faktori koji dovode do pogoršanja odnosa razmene

[353] Inflacija se u zemljama u razvoju obično javlja kao posledica deficitarnog finansiranja razvoja u nedostatku domaće akumulacije, što je praćeno pogoršanjem odnosa u platnom bilansu. Inflacija ne samo da dovodi do eksterne neravnoteže, već onemogućava i sam proces uravnotežavanja, posebno kada se dugoročno ispoljava u visokim godišnjim stopama

[354] Dr S. Obradović: Odnosi razmene i privredni razvoj, IEI, Beograd, 1966.

ili imaju negativno delovanje na izvoz, odnosno devizni priliv i devizne rezerve. Obično je problem platnog bilansa rezultat istovremenog delovanja gotovo svih faktora (kojima treba dodati i česte političke faktore).[355] Stoga da vidimo, pre svega, samu prirodu deficita.

Monetarno gledano, deficit platnog bilansa (B_d) javlja se kao višak ukupnih plaćanja (P_b) nad ukupnim primanjima (P_r) deviznih rezidenata jedne zemlje u odnosu prema deviznim sredstvima druge zemlje:

$$B_d = P_b - P_r$$

Neravnoteža, dakle, može nastati kao realna neravnoteža u domaćoj privredi (koja se odražava i na eksternu) i monetarna neravnoteža. Dok se na monetarnu može vrlo lako delovati, pa i uklanjati merama monetarne korekture, dotle realna neravnoteža zahteva dublje izmene strukture proizvodnje, raspodele i potrošnje, pa i njihovu značajnu realokaciju.

Kako je deficit platnog bilansa prvenstveno rezultat kretanja unutar domaće privrede, i na njima izgrađenog kretanja u odnosima uvoza i izvoza (trgovinski bilans), to ćemo ovde poći od standardnih osnova teorije spoljne trgovine i baznih odnosa između osnovnih agregata u privredi.

6. TRGOVINSKI I PLATNI ODNOSI I BILANSI

Ako pođemo od uobičajenih makroagregata: nacionalnog dohotka (Y), lične potrošnje (S), investicija (I), opšte potrošnje (G), akumulacije (S), uvoza (M) i izvoza (X), dobijamo poznate odnose:

$$Y = C + I + G + (X - M)$$

Ako se celokupan iznos domaće štednje (S) utroši u investicije (I), dakle, ako je S = I, onda se može prethodni obrazac napisati i u sledećem obliku:

$$Y = C + S + G(X - M),$$

a iz toga sledi

$$S = C + I + G + M.$$

Pri navedenom veličina I predstavlja neto-investicije koje ne sadrže u sebi veličinu zamene (R).

Potrebno je naglasiti da u kapitalističkoj privredi, zbog privatnog vlasništva i odluka bezbroj pojedinačnih preduzeća, ex ante investicije i štednja redovno se ne poklapaju, već tek naknadno.[356]

---

[355] E. M. Bernstein: Strategic Factors in Balance of Payments Adjustruent. Staff Papers. IMF Washington, febr. 1958.

[356] A.C. Day: Outline of Monetary Economics,. Oxford, 1964, str. 375.

U socijalističkoj privredi, koja se bazira na društvenoj svojini sredstava za proizvodnju i planskoj komponenti jednakost između mase realizovanih investicija i akumulacije, izvoza i uvoza i dr., moguće je uspostaviti i ex ante.

Ako unesemo domaće elemente (d) i inostrane elemente (i) u te odose, dobićemo:

$$S = (C_d+C_1)+(I_d+I_i)+(G_d+G_i)$$

Kako je pri navedenim odnosima[357]

$$C_i+I_i+G_i=M \text{ to je obično i}$$

$$S = C_d+I_d+G_d+M$$

Investicije se ostvaraju delom iz domaćih proizvoda (I_d) i investicionih dobara uvezenih iz inostranstva (I_i). To znači da se ovaj makroagregat sastoji iz I = I_d + L,. Nova investicija može se realizovati od dobara proizvedenih u zemlji ili inostranstvu.

Iz navedenih odnosa obično se izdvajaju poznati odnosi:

$$Y - S = X - M \text{ ili}$$

$$S - Y = M - X, \text{ odnosno}$$

$$S - I = X - M.$$

Razlika između rasta štednje i investicija, kada je $\Delta I > \Delta S$, mora se kompenzovati narušavanjem ekstere ravnoteže ($\Delta M \neq \Delta H$).

Kako je deficit platnog bilansa, npr., kod nas uglavnom rezultat odnosa u kretanju X i M, odnosno viška agregatne potrošnje nad nacionalnim dohotkom ($C_g > Y$), pri čemu je stopa rasta podržavana visokom investicionom potrošnjom (I), te odnose možemo napisati i kao:

$$C + I + G + X = C + S + G + M,$$

iz čega sledi poznata jednakost ekonomskih odnosa jedne zemlje s inostranstvom:

$$I - S = M - X.$$

Svakako da se ovde radi o jednom pojednostavljenju kada se polazi od toga da je deficit rezultat jačih investicija u odnosu na domaću štednju (akumulaciju). To će biti uvek kada je ukupan uvoz išao u investicije i kada lična i opšta potrošnja nemaju uvoznog dela ($C_u = C_d$) i ($G_u = G_d$), što je teško očekivati.

Kada se radi o monetarnoj neravnoteži, obično se lakše uspostavlja odnos Y i S s akcijama nacionalnog monetarnog sistema jer mere monetarne korekture deluju prvenstveno na stanje platnog bilansa i devizne rezerve.

---

[357] Svi navedeni odnosi važe kako za kapitalističke tako i za socijalističke privrede. (0. Lange: Pelitical Economy, Warsawa, 1963, str. 67.).

Stopa rasta nacionalnog dohotka u otvorenoj privredi može se izraziti već poznatim odnosom:[358]

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{I}{Y} \bullet \frac{\Delta Y}{I}$$

I pri čemu je ΔY/Y stopa rasta nacionalnog dohotka (r), a I/Y stopa rasta neto-investicija u odnosu na dohodak (i) i I/ΔY neto-efikasnost investicija (b).

Stopa rasta neto-investicija u zatvorenoj privredi određena je stopom neto-domaće štednje, a u otvorenoj privredi - stopom neto-domaće štednje, povećane za razliku stopa uvoza i izvoza:

$$\frac{I}{Y} = \frac{S}{Y} + \frac{M}{Y} - \frac{X}{Y}$$

Stopa rasta nacionalnog dohotka u otvorenoj privredi može se prikazati i na sledeći način, uzimajući u obzir. makroagregate:[359]

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{\Delta Y}{I}\left(\frac{S}{Y} + \frac{M}{Y} - \frac{X}{Y}\right)$$

Ukoliko je stopa rasta viša, utoliko je stopa domaće akumulacije i uvoznog viška veća. To znači da u zemljama s nedovoljnom domaćom akumulacijom za finansiranje potrebnih investicija mora doći do uvoznog viška kojim se domaća štednja dopunjava uvozom.

U određivanju rasta nacionalnog dohotka obično se polazi od Harrod-Domarovog modela rasta, dok se u analizi ponašanja globalne efektivne tražnje polazi od kejnzijanskog multiplikatora investicija, akceleratora i (u uslovima otvorene privrede) spoljnotrgovinskog multiplikatora.

Povećanje dohotka pri punoj zaposlenosti određeno je umnožavanjem proizvodnog koeficijenta ΔY/I i neto-investicija (I). Dakle, odnos je:

$$\Delta Y = \frac{\Delta Y}{I} \bullet I$$

Kako u otvorenoj privredi postoji jednakost:

$$I = S + (M - X) \text{ ili } I + X = S + M,$$

domaće neto-investicije jednake su domaćoj štednji, uvećanoj za višak uvoza, sada će promena nacionalnog dohotka biti rezultat delovanja sledećih faktora:

[358] Poznati Harrod-Domarov model ekonomskog rasta (R. F. Harrod: Towards a Dinamic, Economics, London, 1956, str. 105.

[359] Harry G. Johnson: International Trade and Economics Growth, London, 1958, str. 122.

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{\Delta Y}{I}\left(\frac{S}{Y} + \frac{M}{Y} - \frac{X}{Y}\right)$$

odnosno prošireno:

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{\Delta Y'}{I}\left(\frac{S}{Y} + \frac{M}{Y} - \frac{X}{Y}\right)$$

ako ce želi operisati podacima o prosečnoj sklonosti štednji, uvozu i izvozu.

U razvijenim ekonomijama proizvodni koeficijent (ΔY/I) viši je kao i sklonost štednji (S/Y) u poređenju s koeficijentom zemalja u razvoju. Te zemlje, ako žele ostvariti visoku stopu rasta nacionalnog dohotka, to postižu žrtvovanjem eksterne ravnoteže korišćenjem dodatne inostrane štednje.

U otvorenoj privredi efektivna tražnja je određena delovanjem spoljnotrgovinskog muitiplikatora na neto-investicije i izvoz:

$$\Delta Y = Vm(\Delta I + \Delta X),$$

pa se stopa efektivne tražnje dobiva iz sledećeg odnosa:

$$\frac{\frac{\Delta I}{\Delta Y} + \frac{\Delta X}{\Delta Y}}{S' + M' - I'} = \frac{\Delta Y}{Y}$$

pri čemu je:

S' - marginalna sklonost štednji,

M' - marginalna sklonost uvozu,

I - marginalna sklonost investiranju.

Promene efektivne tražnje zavise direktno od promena uvoza i autonomnih investicija, a obrnuto je razmerno prema promenama marginalne sklonosti štednji, uvozu i investicijama.

Visoko razvijene privrede karakteriše visoka sklonost akumulaciji (štednji) i nedovoljnost domaćih investicija koje ne mogu apsorbovati svu domaću štednju. Izvozni višak se javlja kao nužnost razvoja. Izvozni višak stvara dodatnu tražnju na domaćem tržištu koja apsorbuje veliki deo domaće štednje. Sada se prethodni odnosi mogu prikazati i na sledeći način:

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \delta\left[\frac{S}{Y} - \left(\frac{X}{Y} - \frac{M}{Y}\right)\right]$$

ili, uzimajući u obzir napred date simbole:

$$r = \delta[s-(x-m)]$$

Stopa rasta izvoza postaje strateški faktor u procesu rasta i uspostavljanja ravnoteže S i I, ali i faktor ponašanja uvoza koji određuje ponašanje stope investicija i potrošnje u privredi.

Osnovni uzrok deficita platnog bilansa u svakoj zemlji u razvoju je inflaciono finansiranje proširene reprodukcije (tj. višak investicija iznad akumulacije).

"Inflacionirana domaća novčana tražnja koja nema pokriće dolazi na domaće tržište, prouzrokujući porast cena na njemu, a delom dolazi na strano tržište, da bi apsorbovala uvoznu robu".[360]

Porast domaće tražnje iznad robnih fondova, globalno i strukturno dovodi i do porasta uvozne tražnje. Kako rast domaće tražnje iznad rasta ponude dovodi i do porasta cena kojim se raskorak "popunjava", to cene postaju svojim delovanjem i raskorakom, u odnosu prema cenama u inostranstvu, osnovni faktor deficita.

Drugi aspekt faktora deficita nalazi se u strukturi ekonomskog razvoja, s jedne strane, bržim rastom i orijentacijom proizvodnje na domaće tržište, uz zaostajanje proizvodnje za izvoz, posebno u nižim fazama razvoja gotovo svake ekonomije, a s druge strane, u očitim disproporcijama koje nastaju u međugranskom razvoju.[361] Makroekonomski deficit platnog bilansa (B_d) može se promatrati sa dva aspekta:

1. deficit kao čisto monetarni problem jedne ekonomije i
2. deficit kao rezultat ukupne aktivnosti zemlje (ekonomije u celini).

S modernog aspekta znači - novac je transformisan u inostranu valutu, odlio se u inostranstvo ili domicil druge monetarne vlasti (zemlje). Takav odliv novca ne može biti permanentan i neograničen proces. On je redovno ograničen sa dva faktora:

1. masom novca u opticaju koji je kreirao nacionalni monetarni sistem i
2. stanjem deviznih rezervi u zemlji.

Novčani opticaj (novčana masa) i preko toga formirana agregatna potrošnja obično se regulišu aktivnošću nacionalnog kreditnog sistema,[362] s jedne strane, i drugih oblika ekonomske politike, kao što je fiskalna, budžetska i politika lične potrošnje, odnosno politika dohodaka, s druge strane.

Regulisanje domaće likvidnosti i potrošnje u zemlji prema stanju deficita platnog bilansa je složenije i teže, ako su devizne rezerve slabije. Devizne rezerve moraju biti bar tolike da izdrže onaj početni pritisak na bilans plaćanja, dok druge mere korekcije u samoj agregatnoj potrošnji u privredi (fiskalna politika, politika dohodaka i sl.) ne daju određene efekte. Te mere, poznato je, deluju samo na dužu

---

[360] Dr M. Ćirović: Teorija uravnoteženja platnog bilansa, Nolit, Beograd. 1958.

[361] Treba razlikovati stvarno vidljivi deficit i potencijali (nevidljivi) deficit. Vidljivi je obično uočljiv iz odgovarajućih odnosa u platnom bilansu, dok se kod nevidljivog ili potencijalnog radi o tome da se zbog promene raznih mera deviznih, trgovinskih i dr. ograničenja, kao i deflacije u zemlji i visoke nezaposlenosti, bilans održava u ravnoteži, ali stvarno postoji neravnrteža koja se površinski ne manifestuje.

[362] Pri navedenom agregatna potrošnja Wp predstavlja poznati obrazac Y = C + I+G u odredenoj nacionalnoj privredi.

stazu, pošto su to mere s izvesnim odgodenim delovanjem. To znači da moramo videti u tom kontekstu i značaj monetarnih rezervi zemlje.[363]

Monetarne rezerve treba da čine "prvu odbrambenu liniju protiv deficita" dok ne stupe u akciju mere ekonomske politike, usmerene uglavnom na regulisanje agregatne potrošnje (W_p). Devizne rezerve moraju uvek biti dovoljno snažne da izdrže takav pritisak na privredu, da služe kao amortizer takvom, najčešće, neočekivanom pritisku.

Kako je problem deficita platnog bilansa prvenstveno monetarni problem, to znači da se on ipak na kraju svodi na odliv novca u inostranstvo, čime dovodi do uvek nedovoljnih monetarnih rezervi koje ne mogu da priskoče u pomoć. To neminovno povlači za sobom potrebu prilagođavanja domaće ekonomske politike nastalom deficitu i hronično slabim deviznim rezervama.

Monetarni karakter deficita platnog bilansa redovno se ispoljava kada neadekvatne monetarne rezerve, onemogućavaju organe ekonomske politike da "stave u pogon" mehanizam automatskog uravnotežavanja. Međutim, danas se to gotovo redovno dešava. Naime, zbog redovnog finansiranja deficita iz emisije i sve "manjeg značaja" deviznih rezervi, upravo se pribegava ovom načinu finansiranja. Tom problemu u daljem tekstu posvećujemo više prostora.[364]

Kako deficit platnog bilansa ipak najveći deo faktora svog nastanka i razvoja nalazi u kretanju nacionalne privrede, svakako da je uvek neophodno imati u vidu i kretanje deficita platnog bilansa,[365]njegove reperkusije na nacionalnu privredu i eventualno optimalnost deficita jer je iluzorno očekivati i njegovo potpuno uravnotežavanje, čak i na daleko višem stepenu ekonomskog razvoja.[366]

Deficit platnog bilansa nije problem kojim se susrećemo samo u uslovima ubrzanog posleratnog razvoja. On se redovno javljao i u predratnom periodu, samo su mu koreni i karakter bili drugi. Karakter posleratnog deficita vezan je za ubrzani ekonomski razvoj, izmenu strukture proizvodnje i potrošnje, dug period autarhičnog razvoja, nisku produktivnost rada, nisku stopu efikasnosti idr.

Zbog navedenog, a i zbog napred datih obrazaca o makroodnosima u nacionalnoj privredi, poći ćemo najpre od društvenog proizvoda, njegove raspodele i drugih makroveličina u našoj privredi.

---

[363] Dr Ž. Mrkušić: Valutarni paritet i privredni razvoj, Ekonomist, Zagreb, br. f. 1969.
[364] Vidi: N. G. Johnson: op. cit., str. 165.
[365] Vidi: O.Kovač, Koreni deficita platnog bilansa Jugoslavije, Ekonomska misao, Beograd, br. 1,1969, str. 93 i Spoljno ekonomska ravnoteža i privredni rast, Beograd, 1973.
[366] U tom pogledu uputili bismo na rad: Paul Host-Madson: Deficit u platnom bilansu, NBJ, br. 18, 1967. (Prevodi).

7. RASPODELA DRUŠTVENOG PROIZVODA I PROCES STVARANJA DEFICITA

Kako se neravnoteža nacionalne privrede može pojaviti kao realna i monetarna neravnoteža, ovde ćemo se pre ostalog zadržati na realnoj neravnoteži. U formiranju sredstava društvenog proizvoda i elementima njegovog trošenja javljaju se značajni elementi narastanja disproporcije, monetarne destabilizacije i pritiska na trgovinski i platni bilans. Strukturne disproporcije u raspodeli i upotrebi nacionalnog dohotka obično se koriguju ekonomskim odnosima s inostranstvom, odnosno inflacijom na domaćem planu.[367]

Agregatna nacionalna potrošnja npr. u Jugoslaviji u svim godinama prelazi formiranu vrednost društvenog proizvoda - generirajući već poznata odstupanja u kretanju realnih i monetarnih agregata.

Očito je da se radi o značajnoj realnoj neravnoteži koja je, kako je poznato, praćena i monetarnom neravnotežom, odnosno destabilizacijom privrede.

Osnovna, napred navedena, teorijska premisa, prema kojoj je $Y_d = C_d + I_d + G$ kompenzirana saldom robnog i nerobnog poslovanja s inostranstvom ovde i dalje vredi. Taj se problem odnosi pre svega na slučaj kada je $S_d < I_d$, da uvek obavezno $M > X$, mada bi trebalo biti obrnuto.

U svim zemljama u razvoju ekspanzija se pokreće visokom stopom inflacije (I), te se obično deficit veže za višak investicija nad domaćom akumulacijom ($I > S$). Sigurno je da je visoko učešće investicija u društvenom proizvodu, npr., Jugoslavije u periodu 1960-1976., kretalo se u visini od 28% do 31%, pretstavljalo značajan faktor na kojem je generisan deficit. Naime, veliki raskorak u kretanju realne i novčane akumulacije ($N_r > N$) koje je obično nadomešteno preteranom kreacijom monetarnog sistema, deficitnim finansiranjem i uvozom opreme (oprema u domaćim bruto-investicijama kreće se. od 35-39%), dovodili su sve do 1970. do pogoršanja odnosa razmene pritiska na platni bilans i formiranje deficita (posebno kroz inflaciju i pritisak na uvoz).

Ovo je posebno značajno u uslovima kada na bruto-investicije u domaćoj privredi odlazi 27% do 33% društvenog proizvoda, čime se naša privreda uvrštava u red vodećih zemalja u svetu.

U nekoliko poslednjih godina dolazi i do značajnih drugih strukturalnih pomeranja u privredi. Pre svega ovde imamo u vidu zaostajanje razvoja poljoprivrede, zaostajanje u razvoju proizvodnje investicionih dobara u odnosu na repromaterijal i potrošnju roba, a kroz to pritisak na uvoz opreme koji se ostvarivao

[367] S monetarnog aspekta privreda opterećena relativnom višom stopom inflacije u odnosu prema dragim privredama redovno zapada u platno-bilansnu neravnotežu, posebno kada se kao faktori inflacije javljaju strukturni debalansi. „Kako se radi o inflaciji troškova koja nije praćena adekvatnim viškom agregatne tražnje iznad ponude robnih fondova, ona je tada posledica bržeg rasta osobne potrošnje u odnosu na produktivnost rada, slabe snabdevenost i sirovinama, uskim grlima - tada mere monetarne korekture nisu dovoljne da se ukloni platno-bilansna neravnoteža" (O. Kovač, op. cit)

najčešće na kredit. Osim toga, rast ličnih dohodaka bio je iznad materijalnih rezultata (odnosno porasta produktivnosti rada korigovanog stopom inflacije), a posebno sve snažniji inflacioni poremećaji koji su generisali anticipiranu potrošnju. Sve su to faktori koji su delovali da se naš makrosistem nađe u specifičnom položaju uticaja spirale: visoka potrošnja - inflacija - dificit platnog bilansa.

Nisu samo globalne disproporcije u privredi uzrok eksternoj neravnoteži. Proces ubrzanog privrednog rasta redovno je neuravnotežen razvoj (uz postojanje uskih grla, nedostataka organizacionih, tehnoloških, deviznih i drugih sposobnosti prilagođavanja).

Uklanjanje tih faktora neravnoteže, uz žrtvovanje eksterne ravnoteže, brže je i lakše uz postizanje viših stopa rasta - u odnosu prema metodi kakva bi se želela postići na osnovi domaćeg nacionalnog dohotka, akumulacije i investicija. Prema Hrischraanu[368] deficit platnog bilansa pre je posledica raznih input-output debalansa nego globalnih disproporcija u odnosima štednje i investicija.

8. BILANSI POTROŠNJE, INFLACIJA I EKSTERNA RAVNOTEŽA

Deficit platnog bilansa svih zemalja u razvoju je sekularan problem usko vezan za dinamiku i struktura dugoročnog ekonomskog razvoja konkretno svake zemlje.

Primetili smo već da su sve snažnija inflacija s posebnim potenciranjem svih oblika potrošnje i određeni struktumi debalansi u razvoju postali gotovo najvažniji domaći faktori pojave deficita i njegovog stalnog proširivanja, odnosno produbljavanja.

Ponašanje globalne nacionalne potrošnje i njenih elemenata nije nezavisno o stanju platne i trgovinske bilanse. Ovi su, naime, pravi refleks ponašanja proizvodnje i upotrebe sredstava u nacionalnoj privredi.

Deficit platnog bilansa značajne korene vuče ne samo iz visokih stopa rasta koje su ležale na raskoraku investicija i domaće akumulacije ($I > S$) već i na značajnom raskoraku lične i opšte potrošnje i raspoloživih fondova u tim sferama reprodukcije.

To se događa u svim godinama kada dolazi do velikog raskoraka formiranih fondova (domaći proizvod plus uvoz) i realizirane tražnje (domaća finalna tražnja i izvoz). Dominantan faktor u formiranju takvog raskoraka svakako je ponašanje domaće tražnje;. T_d u odnosu na domaće fondove Y_d, pošto je - odnos X i M samo korigovao, u pozitivnom smislu, takve odnose.

[368] A. Hirschman: The Strategy of Economic Development, Yale University Press, New Haven. 1959, str. 196 (prema O. Kovač, str. 41).

Raskorak između stope rasta drštvenog proizvoda, formiranih sredstava i većeg rasta realizirane tražnje pokriva se porastom cena i pogoršanjem spoljnotrgovinskog bilansa.

U našoj je privredi uz navedenu upotrebu sredstava prisutna i strukturna inflacija uz postojanje snažnih strukturnih neusklađenosti. Nedorečenost ili čak nepostojanje dugoročne strategije ekonomskog razvoja dovela je privredu u dosta složen položaj.

Paralelno s navedenim disproporcijama u razvoju osnovnih oblasti, dolazilo je i do snažnih divergencija u stopama godišnjeg rasta, što je samo produbljivalo navedene disproporcije.

Strukturna neravnoteža je pothranjena i visokom neusklađenošću domaće nominalne tražnje i formiranih robnih fondova. Inflacija tražnje i inflacija troškova pojačava pritisak na uvoz, uz ograničenje izvoznih viškova i otežavanje plasmana na inostrano tržište.

Dakle, to su i dva osnovna generatora deficita trgovinskog i platnog bilansa: 1) Strakturne disproporcije i 2) Visoka nestabilnost domaće privrede.

U nastajanju eksterne neravnoteže teško je odvojiti delovanje realnih od monetarnih faktora. Svaki deficit, bez obzira na primarni uzrok nastanka, dobija monetarni oblik. Bez monetarnih faktora neravnoteža platnog bilansa ne bi se mogla ispoljiti.

Zbog toga je teško razgraničiti realne od monetarnih faktora neravnoteže. Za tipične monetariste spoljna neuravnoteženost rezultat je viška agregatne tražnje u odnosu prema ponudi.

Običio se u lečenju kratkotrajne ili srednje neravnoteže koriste sredstva monetarne politike, dok se u otklanjanju dugoročne neravnoteže primenjuju mere strukturne politike (politika proizvodnje, izvoza, uvoza, realokacija kapaciteta, zaposlenosti idr.).

Tako u privredi s nedovoljnom zaposlenošću ekspanzivna monetarna politika i fiskalna politika primarne efekte daju u rastu nominalnih i realnih dohodaka, a zatim rasta cena. U slučaju pozitivne granične sklonosti uvozu i bržeg rasta realne pozitivne granične sklonosti potrošnji dohodaka u zemlji u odnosu na ostale zemlje, u trećoj liniji, dolazi do pogoršanja platnog bilansa.[369]

U većini zemalja nominalni dohoci rastu brže od produktivnosti rada, odnosno produktivnost rada zaostaje za već dostignutim nivoom plata i nadnica, naročito u recesivnoj fazi konjunkturnog ciklusa. Porast troškova proizvodnje i cena u tim fazama reprodukcije dovodi do snižavanja konjunkturne sposobnosti privrede i pada izvoza. "Ovaj mehanizam destabilizacije eksterne ekonomije deluje suprotno od mehanizma zasnovanog na cikličnom kretanju dohotka i dohodnim elastičnostima tražnje za izvozom i uvozom".[370]

---

[369] Politika uravnotežavanja se oslanja isključivo na monetarne mere. Transakcije s inostranstvom moraju biti dovoljno fleksibilne da bi mere monetarne korekture pokazale dovoljnu efikasnost.
[370] O. Kovač, op. cit. str. 74.

9. DOHODNA ELASTIČNOST IZVOZA I UVOZA

Danas je teško poći od premise uravnotežavanja trgovinskog i platnog bilansa nekim oblikom "zatvorenog razvoja", odnosno ograničavanja uvoza zbog slabog izvoza ("sečenje duže noge - umesto produženje kraće") jer bi to višestruko pogodilo takvu nacionalnu ekonomiju, posebno privredu koja je u visokom stepenu uključena u međunarodne ekonomske odnose.

Trgovinski bilans u svim zemljama danas je ključni faktor formiranja ili narušavanja spoljnotrgovinske ravnoteže.[371]

Uz visinu i dinamiku spoljne trgovine, treba istraživati i njenu tzv. dohodnu elastičnost, tj. uporedno prikazivanje kretanja stope rasta nacionalnog dohotka (Y), izvoza (X), uvoza (M) i ukupne robne razmene. Time se uspostavlja odnos zavisnosti X, M i kretanja nacionalnog dohotka (Y).

Prema navedenim odnosima obično se dolazi do pokazatelja koeficijenta dohodne elastičnosti koji predstavlja odnos između postotka X, M i ukupnog porasta (X + M) i stope rasta nacionalnog dohotka (Y).

Koeficijent elastičnosti izvoza prema nacionalnom dohotku dobiva se iz odnosa:

$$E_x = \frac{\Delta X}{\Delta Y} \bullet \frac{Y}{X}$$, koeficijent elastičnosti uvoza iz:

$$E_m = \frac{\Delta M}{\Delta Y} \bullet \frac{Y}{M}$$, odnosno iz odnosa:

$$E_x = \frac{X_1 - X_0}{Y_1 - Y_0} \bullet \frac{Y_1}{X_1}$$ ili kod uvoza:

$$E_m = \frac{M_1 - M_0}{Y_1 - Y_0} \bullet \frac{Y_1}{M_1}$$

Granična (dodajna) sklonost izvozu i uvozu prema promeni jedinice nacionalnog dohotka ima određeno delovanje na platni bilans. Naime, ukoliko je elastičnost izvoza veća u odnosu na elastičnost uvoza prema nacionalnom dohotku, to se povoljno održava na platni bilans. Položaj privrede popravlja se tako što je koeficijent sklonosti izvozu sve veći od jedan, a sklonost uvoza sve niža od jedinice.

1) $$E_x = \frac{\Delta X}{X} : \frac{\Delta Y_r}{Y_r} \quad \text{ili} \quad \frac{\Delta X}{Y_r} \bullet \frac{Y_r}{X}$$

[371] Vidi: T. Scitovsky: Money and Balanse of Payments, G. Allen and Unwin, London, 1969.

2) $$E_m = \frac{\Delta M}{M} : \frac{\Delta Y_r}{Y_r} \quad \text{ili} \quad \frac{\Delta M}{Y_r} \bullet \frac{Y_r}{M}$$

3) $$E_{te} = \frac{\Delta T_e}{T_e} : \frac{\Delta Y_r}{Y_r} \quad \text{ili} \quad \frac{\Delta T_e}{T_e} \bullet \frac{Y_r}{T_e}$$

10. FINANSIRANJE DEFICITA I PLATNOBILANSNO URAVNOTEŽAVANJE

10.1. Novčani sistem, nacionalna potrošnja i platni bilans

Već je Marks došao do saznanja da se u uslovima deficita platnog bilansa moraju preduzimati određene "zaštitne" mere (restriktivna kreditna politika npr.) jer je debalans u spoljnim finansijama samo rezultat cikličnih kriza kapitalističkih privreda i njenog disproporcionalnog razvoja.[372]

Do sada smo razmatrali deficit kao rezultat ukupne nacionalne ekonomije, dakle kao realni fenomen. Sada bismo mogli razmotriti deficit kao čisto monetarni problem jedne ekonomije i delovanje politike novca i kredita. Deficit se konačno svodi na svoju monetarnu stranu pošto se konačno svodi na veći odliv novca u inostranstvo, što dovodi do opadanja deviznih rezervi koje postaju nedovoljne. To zahteva prilagođavanje domaće ekonomske politike, pre svega na planu monetarne korekture i prilagođavanja.

Uloga monetarne politike u mehanizmu platnobilansne destabilizacije posebno je naglašena u uslovima pune zaposlenosti, jer je neophodna u otklanjanju hroničnog deficita izvesna sinhronizacija monetarne politike na međunarodnom planu.[373]

"Unutar nacionalnih ekonomija monetarna politika može doprineti održavanju Eksterne ravnoteže na srednji rok sužavanjem oscilacija u stopama rasta agregatne tražnje čime će delovati i ograničavajuće na domaća inflatorna i deflatorna konjunkturna kretanja".[374]

Da bi se mogla voditi takva politika, neophodno je znati "kako je tempo monetarne ekspanzije kompatibilan s ravnoteženom stopom rasta realnog dohotka" kao i raspolaganje odgovarajućim deviznim rezervama za finansiranje platnobilansnog deficita.

Podešavanje domaće likvidnosti i potrošnje u privredi prema stanju platnog bilansa je teže ako su rezerve slabije, jer one treba da služe kao amortizer ("tampon") da izdrže pritisak platnog bilansa dok druge mere korektivne politike (monetarno-kreditna, fiskalna, politika dohodaka, spoljnotrgovinske mere idr.) ne

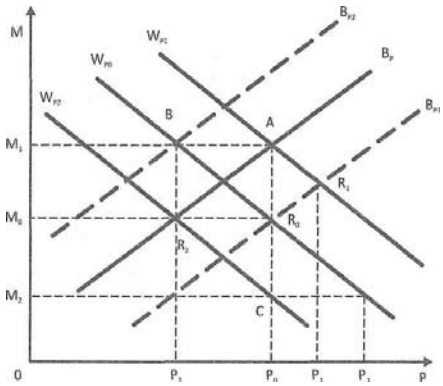
[372] M. Ćirović: Teorija uravnotežavanja platnog bilansa, Nolit, Beograd, 1958, str. 84, 85.
[373] F. A. Lutz: Das Problem des internationalen Wirtschaftlichen, Gleichgewichts, Tiibingen, 1963, str. 35.
[374] O. Kovač: op. cit, str. 48.

stupe u delovanje i ne počnu davati određene efekte. Te mere, kako smo već istakli, deluju samo na dugu stazu s izvesnim odgođenim delovanjem.

Novčani opticaj (novčana masa) i preko toga formirana domaća agregatna potrošnja (W) regulisani su aktivnošću nacionalnog kreditnog sistema i drugim merama ekonomske, politike.

Nacionalni monetarni sistem treba da se pre ostalih segmenata prilagođava, odnosno da korektivno deluju na negativne efekte deficita. U slučaju otvorene privrede, uz povezivanje nacionalne monetarne politike i platnog bilansa, imali bismo sledeći mehanizam prilagođavanja:

NOVČANI SISTEM, NACIONALNA POTROŠNJA I PLATNI BILANS



Linija platnog bilansa (B_p) predstavlja krivu na kojoj svaka tačka prikazuje tačku ravnoteže odgovarajućih visina izvoza i uvoza. Odstupanje od položaja (B_p) prema B_p^2 znači X > M i obrnuto, pomeranje prema položaju B_p^1 znači X. < M. Ovde smo povezaln stvaranje i trošenje nacionalnog dohotka (U, W_p), uz odgovarajuće reagovanje cena i novčanog opticaja. U navedenim slučajevima uspostavljaju se n odgovarajući odnosi nacionalnog dohotka (Y) globalne potrošnje (W_p). Možemo poći od pretpostavke da je W_p = Y, s obzirom na to što se celokupan Y troši u nacionalnoj privredi. Tačka A je tačka neravnoteže u odnosu prema postojećem nivou nacionalie potrošnje (W_p) i u odnosu prema postojećem položaju platnog bilansa B_p. Kako cene ne reaguju u modernoj privredi u pravcu snižavanja (sa A na B), odnosno P_o na P^2, što bi bilo normalno očekivati, mora doći do prilagođavanja te dve krive: bilo da se deficit proširi sa B_p na B_p^2, bilo da se nacionalna potrošnja smanji s položaja W_p^1 prema položaju W_{po} da bi se uz nepromenjem nivo cena uspostavila ponovna ravnoteža u tački R. Kada se žele u tački A uspostavljati nova ravnoteža nacionalne potrošnje, dohotka i platnog bilansa uz nepromenjeni nivo cena (OP_0), očito je da porast krive domaće potrošnje na viši nivo W_p^1 mora biti praćen pomeranjem platnog bilansa ulevo k deficitu.

Međutim, nacionalna monetarna politika može na to reagovati smanjenjem novčane mase sa M, na M_0, odnosno s tačke A na položaj tačke R (da bi se sprečilo kumulisanje domaće tražnje i pomeranje krive W_{po} na viši položaj).

Manja novčana tražnja i eventualno snižavanje cena kroz deflacionu kreditnu politiku dovešće do snižavanja domaće potrošnje na nivo W_p^2 pri čemu će se uspostaviti nova tačka ravnoteže R. Niže cene dovode do preorijentacije s uvoznih skupih proizvoda na domaće (niže), što dovodi do postepenog uspostavljanja platno-bilansne ravnoteže. Međutim, u privredi je ostao jedan deo viška novčane tražnje, što zahteva dalju kontrakciju novčane mase. To će dovesti do daljeg pomeranja krivulje W_p^2 na niži nivo prema tački G formirajući pri tome novi nivo unutrašnje i spoljne ravnoteže u tački G.

Povećanje nacionalne potrošnje na nivo W_p^1, uz tek naknadno ex post reagovanje deficita platnog bilansa, dovešće do uspostavljanja nove tačke ravnoteže (ex post) u tački R_1 ali će uslediti porast cena u privredi P_0-P_1. Nacionalni monetarni sistem nastoji sprečiti navedene negativne procese rasta cena i deficita kontrakcijom monetarne baze koja ne reaguje automatski smanjenjem novčane mase s M_1 na M_0, već se kreće u tom području u stalnom procesu usklađivanja.

U tački E na krivulji nacionalne potrošnje W_p pred ekonomsku se politiku postavljaju tri pitanja:

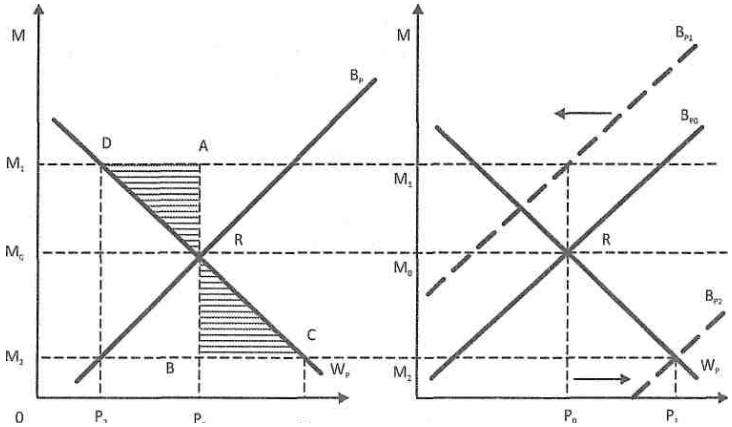
1. da li da se dopusti visok rast cena (P_0-P_0) potenciran visokom domaćom tražnjom,
2. da li da se ograničava i dalje uvoz kada je već X < M ili
3. vršiti snažnu kontrakciju monetarne baze u pravcu snižavanja s položaja M_0 na M_2, što konačno mora voditi padu nacionalnog dohotka i zaposlenosti.

Pođimo u navedenim odnosima sada i od promena cena, što je realnije.

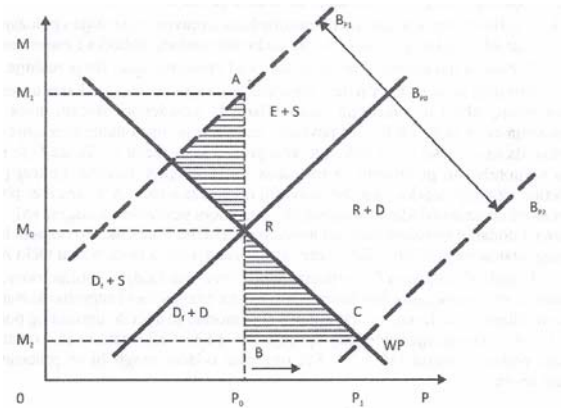
Privreda se u tački A nalazi izbačena iz stanja ravnoteže, kako u odnosu na potrošnju, tako i u odnosu na platni bilans. U navedenom slučaju mora doći do sniženja cena sa R_0 na R,, što povlači i pad krivulje nacionalne potrošnje koja bi prolazila kroz tačku A, na niži nivo koji prolazi kroz tačku D. Tačka D je nova tačka ravnoteže, ali postignuta uz pad cena i nepromenjen novčani opticaj (M_1). Međutim, uz pretpostavku da se želi ostvariti ravnoteža u tački A, to se može postići povećanim izvozom i dodatnom emisijom i dodatnom novčanom tražnjom (M_0-M,), a to znači dodatnu novčanu tražnju i novčani nacionalni dohodak, što pomera liniju platnog bilansa na novi nivo BP_1 čime se uspostavlja nova ravnoteža u tački A'.

U tački C, odnosno C_1' uspostavljanje nove unutrašnje i spoljne ravnoteže moguće je kroz monetarnu korekturu u suprotnom pravcu kao i suprotno kretanje u platnom bilansu. Međutim, za uravnotežavanje moralo je doći do ogromnog porasta cena ('o-p_1'), smanjenje novčanog opticaja (M_0-M_2), visok rast uvoza i otvaranje deficita platnog bilansa (M > X). Svi navedeni odnosi mogli bi se prikazati na sledeći način:

PROCES URAVNOTEŽAVANJA NACIONALNE POTROŠNJE, PLATNOG BILANSA I CENA



EKSPANZIVNA I RESTRIKTIVNA POLITIKA, NACIONALNA POTROŠNJA I PONAŠANJE PLATNOG BILANSA



Pri navedenom simboli imaju sledeći značaj:

E - ekspanzija,

S - suficit,

D - deficit,

R - restrikcije,

D_f - deflacija.

Iz navedenog se jasno vidi da u situaciji rasta domaće potrošnje, praćene rastom izvoza, u odnosu na uvoz (X > M), nacionalni monetarni sistem mora reagovati porastom novčane mase od M_0 prema položaju M_1. Međutim, promene novčane mase su uglavnom veće u odnosu na promene stope rasta nacionalne potrošnje, uz konstantne cene, a promene u platnoj bilansi, veće u odnosu na stope promena nacionalne potrošnje. To znači da i ovde deluju efekti multiplikatora spoljne trgovine.

Međuodnosi i ponašanje gore istraživanih makroagregata je specifično za svaku pojedinačno uzetu nacionalnu privredu, što spada u domen njene konkretne ekonomske politike, odnosno njihovog optimalnog kombinovanja.

Iz navedenog se vidi da je problem platnog bilansa, pre svega, monetarni problem jer je najuže vezan za ekspanzivno ili restriktivno vođenu nacionalnu monetarnu politiku, a preko toga i za odnose ponude i tražnje u privredi. Stoga monetarna politika mora biti vrlo elastična u odnosu na stanje u platnom bilansu na koje se neposredno reflektira u oba pravca svog delovanja.

Danas monetarna politika uglavnom autonomno vođena, nezavisno o drugim privredama i monetarnim politikama u njima, a podređena u osnovi ostvarivanju pune zaposlenosti i likvidnosti privrede, često pridonosi širenju platnog bilansa neravnoteže, jer veza nacionalnog novčanog sistema i emisije sa svetskim uglavnom je "pukla" i zadržala se samo slabim nitima monetarnih rezervi, što od nje čini snažan unutrašnji upravljivi instrument ekonomske politike.

Uobičajeni oblik eksterne neravnoteže danas jeste deficit nastao inflacijom u privredi, a ona nastaje uvek kada agregatna tražnja premašuje agregatnu ponudu korigovanu uvozom. Agregatna tražnja obično se formira preko monetarno-kreditne politike kroz veću ili manju ekspanziju monetarne mase u odnosu na društveni proizvod.[375]

Isto tako inflacija nastaje i ekspanzivnom monetarnom politikom, vezanom za budžetski deficit. Inflacija kao uzrok deficita platnog bilansa obično se uzima u relativnom obliku u odnosu na inflaciju u drugim zemljama. To znači da teškoće u platnom bilansu izaziva domaća, a ne uvezena inflacija.

Novokreirani novac može se koristiti na četiri načina:

1. Korišćenje u pravcu tražnje proizvoda nedovoljno iskorišćenih kapaciteta u privredi.

2. Korišćenje za porast uvoza inostrane robe ili usluga.

3. Korišćenje u obliku dodatne tražnje za domaćim proizvodima već potpuno iskorišćenih kapaciteta.

4. Može se i tezaurisati.

U slučaju pod 1) i 4) neće doći do porasta cena ni pogoršanja eksterne ravnoteže, dok u slučajevima pod 2) i 3) dodatna tražnja dovest će do porasta cena i uvoza uz pogoršanje eksterne ekonomije.

10.2 Sistem unutrašnjeg finansiranja, potrošnja i deficit platnog bilansa

Pođemo li od toga (apstrahujući za momenat međunarodno kretanje kapitala) da je stanje platnog bilansa (B) rezultat pre svega odnosa nacionalnog dohotka (Y) i agregatne potrošnje (W), onda imamo:

[375] Novčana masa bi trebala da raste u srazmeri sa stopama rasta realnog društvenog proizvoda, uz eventualnu korekciju za „dozvoljeni" ili planirani godišnji rast cena.

$$B_p = Y - W_p .$$

Osnovni cilj nacionalne ekonomske politike trebalo bi da se sastoji u tome da se uskladi nacionalni dohodak s agregatnom potrošnjom upravo tog nacionalnog dohotka, ne samo globalno već i strukturalno, ne samo vrednosno već i naturalno. Tada bismo imali sledeći odnos:

$$Y = S_d + I_d + G_d .$$

Takav proces može se postići na dva načina:

1. porastom proizvodnje i produktivnosti rada ili,
2. ograničenjem potrošnje u zemlji, bilo globalno (svih elemenata potrošnje), bilo samo određenog oblika.

Kao što nam je poznato, dohodak i potrošnja veoma su povezane veličine. Porast potrošnje deluje i na porast nacionalnog dohotka i obrnuto.[376] Dolazi poznato delovanju multiplikatora potrošnje na ponašanje nacionalnog dohotka kroz sklonost potrošnji (S_c), odnosno - komplementarno tome - sklonosti štednji (S_s).

Ukoliko sada te veličine povežemo u logičan niz, imat ćemo sledeće odnose:

$$B_p = \Delta Y(1-S_c) - \Delta W_p,$$

pri čemu je S_c granična sklonost potrošnji a ΔY porast dohotka s uključivanjem multiplikatora, dok je ΔW_p autonomno smanjenje potrošnje.

Poznato nam je iz procesa spoljnotrgovinskog multiplikatora da uvek jedan deo nacionalnog dohotka odlazi na plaćanje potrebnog uvoza. To znači da će se od svake jedinice nacionalnog dohotka jedan deo odvajati i odlaziti na plaćanje potrebnog uvoza, recimo za veličinu S_u. Tada ćemo imati potpuniji oblik:

$$B_p = Y(1-S_c)\cdot(1-S_u) - W_p.$$

Iz navedenog se vidi da se poboljšanje platnog bilansa može postići ili politikom porasta nacionalnog dohotka (proizvodnje), ili politikom smanjenja, odnosno kontrakcijom potrošnje, ili pak delovanjem u oba pravca.

11. URAVNOTEŽAVANJE EKSTERNE EKONOMIJE

Postoje tri mehanizma uravnotežavanja eksterne bilanse: .

1. klasični - fleksibilnošću nadnica i cena, odnosno troškova proizvodnje,
2. kejnzijanski - kroz spoljnotrogovinski multiplikator i dodatni dohodak,
3. neoklasični - promenom cena i multiplikativnim efektima izvozno-uvozne komponente privrede na dohodak.

[376] Dr Ž. Mrkušić: Ekonomski razlozi za uvoz inostranog kapitala, Tržište, novac. kapital. maj, 1974, str. 8-1

U kejnzijanskom mehanizmu eksterna neravnoteža prvenstveno je rezultat raskoraka između agregatne tražnje i nacionalnog dohotka. Time je kejnzijanska teorija uspela istovremeno da poveže domaće makroagregate i eksterni sektor privrede, odnosno sistem privrednih bilansa domaće privrede i eksternih tokova.

Međutim, potpunu uravnoteženost mehanizmom spoljnotrgovinskog multiplikatora obično nije moguće postići, zbog čega se ovaj mehanizam dopunjuje promenama relativnih odnosa cena. Nastaje složeni sistem uzajamnog delovanja multiplikatora cena, proizvodnje u opštem procesu uravnotežavanja. Najkonzistentniju teoriju opšte ravnoteže u otvorenoj privredi u kojoj deluju multiplikativni i celokupni efekti (savremena teorija) dao je R. A. Mundell[377] prema kojem opšta ravnoteža zahteva postojanje dve ravnoteže:

1. ravnotežu ponude i tražnje ne tržištu roba i tržištu novca,
2. ravnotežu platnog bilansa.

Obe ravnoteže zavise, dakle, od nominalnog dohotka, kamate i delovanja novčane mase na efektivnu tražnju, kamatu i preko nje na platni bilans.

Unutrašnja ravnoteža zahteva jednakost ukupne tražnje i ukupne ponude domaće proizvodnje u uslovima pune zaposlenosti. Eksterna ravnoteža zahteva da trgovinska bilansa odgovara neto-izvozu kapitala po fiksnom paritetu, odnosno uravnoteženim odnosima izvoza i uvoza bez efekata u monetarnim rezervama (povećanje, odnosno smanjenje).

Ove dve ravnoteže obično se prikazuje na sledeći način (vidi sliku na sledećoj strani): Krivulja D prikazuje ravnotežni nivo nacionalnog dohotka (Y) i kamate (r) uz postojanje ravnoteže na robnom i novčanom tržištu. Rriva F prikazuje eksternu ravnotežu, pri kojoj postoji ravnotežni odnos dohotka i kamate. Kriva L prikazuje ravnotežu robnog i novčanog tržišta, pri čemu je odnos kamate (r) i dohotka (Y) takođe uravnotežen.

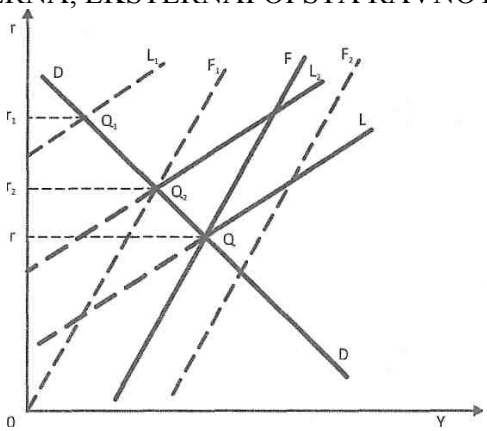
Opšta ravnoteža je u tački Q. U slučaju narušavanja ravnoteže, nastaje proces ponovnog uravnotežavanja kroz promene dohotka, kamate i novčane mase. Kada bi došlo do kontrakcije novčane mase, došlo bi i do porasta kamate i pomeranja krive na novi položaj L_1 Nominalni dohodak se smanjuje na novi nivo i ravnotežu u tački Q_1. Kako tačka Q_1 nije tačka opšte ravnoteže, to se sistem ne može dugo zadržati u tom položaju i nastaje suficit u platnom bilansu uz rast deviznih rezervi. Sad na bazi deviznih rezervi, odnosno porasta deviznih rezervi, nastaje proces porasta novčane mase i pad kamata, koji dovode do rasta nacionalnog dohotka.

Porast nominalnog dohotka pomera krivu L1 na raniji nivo L, u stanje opšte ravnoteže (eksterne i interne ravnoteže). Mehanizmom uravnotežavanja deluje se samo u uslovima stabilnosti sistema i fleksibilnosti cena, troškova i dohodaka.

---

[377] R.A. Mundell:International Economics, The Macmillan Comp. NewYork, 1968. i adekvatno korišćenje monetarne i fiskalne politike u cilju postizanja unutrašnje i spoljne stabilnosti, edicija, Prevodi. NBJ, 1972.

INTERNA, EKSTERNAI OPŠTA RAVNOTEŽA



Kejnzijanski model, polazeći od pretpostavke rigidnosti najamnina i cena, kao i jedinstvene banke koja je uvek u stanju da reguliše ponudu novca (M_S), redovno dovodi do toga da smanjenje novčane mase dovodi do porasta kamatne stope, padanja granične efikasnosti investicija i pada investicija. Nastali negativni multiplikator investicija dovodi do multipliciranog pada nacionalnog dohotka i uvoza. S druge strane, povećana kamata dovodi do priliva kapitala u zemlju, rasta novčane mase i uspostavljanje prethodne ravnoteže privrednog organizma.[378]

Monetarna politika može uspešno da se koristi za ublažavanje suprotnosti unutrašnje i spoljne ravnoteže, što se obično čini kroz promene ročne strukture kamata. Tako se u uslovima inflacije i suficita platnog bilansa vodi politika niske kamate na kratkoročne kredite i depozite zbog destimulisanja neto priliva kapitala, uz istovremeno održavanje visoke kamatne stope na dugoročne kredite i kapital kako bi se ograničila inflacija. Posebno je pitanje da li su banke u stanju da vrše brze izmene strukture kamatnih stopa, odnosno koliko je to pod delovanjem cikličnih ponašanja privrede. Istina, lakše je vršiti promene strukture kamatnih stopa kod kredita banaka, posebno kod kratkoročnih kredita vezanih za eskontnu stopu, u odnosu na pokušaje da se to vrši izmenama rokova (konsolidacijom) javnog duga, za šta većina savremenih privreda nije sposobna, pre svega zbog nerazvijenog duga i instrumenata duga.

SAD su prva zemlja koja je povela ovu politiku, ali za uslove nezaposlenosti, inflacije i deficita platnog bilansa početkom 1960-ih godina. Niskim kamatnim stopama na kratkoročne kredite i depozite i visokim kamatarna na investicione kredite i kapital ("operacija twist") želeo se dati sthnulans domaćoj proizvodnji i zaposlenosti a visokim kamatarna na investicione kredite i dugoročni kapital želio se sprečiti odliv kapitala u inostranstvo (odnosno povećati priliv inostranog kapitala, što bi vodilo popravljanju stanja platnog bilansa. Međutim, savremena teorija zbog neočekivanih efekata tih mera, delovanja u dugom roku,

[378] R. A. Mundell, op. cit. str. 221-222

sporednih efekata i sl. nije spremna da prihvati takvu orijentaciju u korišćenju monetarne politike.

Navedeni mehanizam uravnotežavanja moguć je pod pretpostavkom klasične i kejnzijanske privrede, dok moderna privreda takav mehanizam ne može uspostaviti u prvom redu zbog toga što nacionalna ekonomska politika, autonomno vođena u pravcu ostvarenja interne ravnoteže, pune zaposlenosti i visoke stope rasta, nije više spremna na politiku inflatorno-deflatornog mehanizma uravnotežavanja. Onog momenta kada je nacionalna ekonomska politika izbila u prvi plan, a podredila međunarodne obaveze (eksternu stabilnost), bilo je očito da se radi samo o pitanju visine i vremena tolerisanja eksterne neravnoteže podređene u potpunosti unutrašnjim ciljevima ekonomske politike i gotovo potpuno "nacionalno obojenih" politika razvoja - kojima platna bilansa predstavlja najčešće granicu domaćoj ekspanziji i stabilnosti, odnosno uravnotežavanju makroekonomskih agregata.

12. OTVORENA EKONOMIJA – MULTIPLIKATOR I AKCELERATOR SPOLJNE TRGOVINE

12.1. Delovanje uvoza i izvoza na ukupnu ponudu i tražnju

Nepobitna je činjenica da postoji uska veza između domaće potrošnje dohotka i stabilnosti sa stanjem bilansa plaćanja. Bilans plaćanja je refleks domaće ekonomske politike i u jednoj otvorenoj privredi ona upravo odražava sve odnose u njoj, povezujući to sa svetskim tržištem. Teško je stoga očekivati ravnotežu u bilansu plaćanja i stabilan devizni kurs, ako ne postoji dovoljna ravnoteža na domaćem planu (R_d). To je, dakle, u osnovi jedna ravnoteža, iako se danas njeno ostvarenje obično postiže svesnim neostvarenjem duga.[379]

Smisao spoljne trgovine i jeste u tome da u slučaju uravnoteženog trgovinskog bilansa izvrši popunu asortimana domaće proizvodnje i ponude, da bude stimulans domaćoj proizvodnji i produktivnosti rada, dakle da izvrši diversifikaciju proizvodnje i ponude robe.

S druge strane, u slučaju postojanja stalnog suficita uvoza robe, da popuni domaće robne fondove i smanji pritisak tražnje.

Jasno je da je kretanje u trgovinskom bilansu usko vezano za:

1. kretanje potrošnje na domaćem tržištu,
2. stanje i kretanje deviznih rezervi,
3. kretanje nacionalnog dohotka i njegove raspodele,
4. stepen liberalizacije spoljnotrgovinskih odnosa i
5. stope inflacije idr.

[379] Problem odnosa interne i eksterne ravnoteže šire obrađujemo u delu u kojem govorimo o eksternoj ravnoteži ekonomije.

Sve su to faktori koji mogu da imaju i imaju odraz na kretanje spoljnotrgovinskih tokova jedne zemlje.

Pogledaćemo odnose između bilansa plaćanja i nacionalnog dohotka jedne zemlje, povezanost transakcija između zemlje i inostranstva s nacionalnim dohotkom, domaćom akumulacijom i potrošnjom.

Za pojedine kategorije uzećemo sledeće simbole: Y - nacionalni dohodak

C - domaća potrošnja (opšta i lična potrošnja),

I - domaće investicije (svih sektora),

S - domaća akumulacija (štednja),

X - izvoz,

M - uvoz

D - deficit.

Sve te kategorije mogle bi da se postave u međusobne odnose zavisnosti na sledeći način:

$$Y=S + I + (X - M),$$

Ali je isto tako i

$$Y = C + S$$

Dakle, nacionalni dohodak jednak je zbiru ukupne domaće potrošnje i domaće akumulacije.

U jednoj zatvorenoj privredi polazili smo od pretpostavke da je S = I, jasno pod pretpostavkom uravnoteženih odnosa u privredi. Ako pretpostavimo otvorenu privredu i delovanje uvoza i izvoza, tada se domaća akumulacija (štednja) koriguje saldom uvoza i izvoza, dakle:

$$S = I + (K - M)$$

Iz navedenog sledi da je

$$S - I = X - M, \text{ odnosno}$$

$$S + M = I + K.$$

To znači da domaća akumulacija, umanjena za domaće investicije, mora da bude jednaka izvozu umanjenom za potreban uvoz. To je osnovna jednačina odnosa jedne zemlje s inostranstvom.

Ta jednačina je jedna od osnovnih postavki savremene ekonomske nauke pri razmatranju odnosa privrednih zbivanja u zemlji i razvoja njenih ekonomskih odnosa s inostranstvom. Ona ne sme da se izgubi iz vida, posebno kada se istražuje uticaj privrednog razvoja neke zemlje na njen bilans plaćanja.

U zemijama u razvoju karakteristično je da su investicije veće od domaće akumulacije (I > S), pa je:

$$Y-C = S-I = D$$

Pri navedenom odnosu u privredi pojavljuje se deficit (D) koji je obavezan pratilac preterane potrošnje i investicija u odnosu prema nacionalnom dohotku u privredi.

Ako su investicije veće od štednje, onda izvoz mora da bude veći od uvoza. Dakle, izvoz mora da bude veći od uvoza [380] da bi se zadovoljila preterana novčana tražnja u privredi kroz dodatni izvoz.

To nam samo dokazuje činjenicu da ravnoteža u bilansu plaćanja nije ništa slučajno ili nezavisno od toka domaćih izdataka i njihove raspodele na investicije i potrošnju s kojima je najuže povezana.

Navedene jednačine prosto dokazuju činjenicu da deficit u bilansu plaćanja uglavnom nastaje kao posledica okolnosti što se na potrošnju i investicije izdaje ono što zemlja proizvodi (C +1 > Y).

To znači da je za postizanje ravnoteže u međunarodnim plaćanjima potrebno da postoji ravnoteža u domaćoj privredi. Ukupni izdaci za potrošnju i investicije mogu da nađu realni dohodak zemlje samo onda ako se višak kompenzuje (nadoknađuje), odnosno finansira, uvozom stranog kapitala.

To se potpuno slaže sa savremenom teorijom opšte ravnoteže. Nužnost finansiranja deficita od strane inostranstva (ovde je reč "finansiranje" uzeta u najširem smislu, jer obuhvata ustupanje društvenog proizvoda jedne zemlje drugoj na kredit) javlja se kada god su investicije veće od domaće akumulacije. To znači da se navedeni odnos ne može trajno zadržati, a da ne bude finansiran iz inostranstva.

Problem finansiranja deficita platnog bilansa razmatraćemo na drugom mestu, međutim, ovde nas interesuje delovanje uvoza i izvoza na nacionalni dohodak domaće privrede.

12.2. Spoljnotrgovinski multiplikator

Multiplikator spoljne trgovine odvija se na identičan način kao i multiplikator investicija, samo što ovde izvoz dobija ulogu koju su imale autonomne investicije, a uvoz ulogu štednje u drugoj privredi. Pri slobodnom delovanju izvoz utiče na nacionalni dohodak na identičan način kako to deluju i investicije.

Pretpostavimo da se uz nepromenjenu proizvodnju izvoz odjednom smanji sa 100 na 80 zbog toga što je nepredviđeno opadala tražnja iz inostranstva. Tada će u zemlji da se nagomilaju zalihe u vrednosti od 20. Povećanje zaliha nenamerna je investicija. Pod daljom pretpostavkom da je uvoz ostao 100, u bilansu plaćanja - javlja se deficit od 20, dakle jednak je iznosu u kojem su se povećale domaće investicije prema prethodnom stanju ravnoteže.

Nastali deficit zemlja može da pokrije na četiri načina:

[380] Kada postoji „pregrejavanj" privrede, dakle kada su investicije veće od štednje, postoji odnos I=S+(M-X). Dok je saldo, trgovinskog bilansa (M-X) negativan zbog viška uvoza nad izvozom, monetarna ravnoteža je, prema tome, poremećena, usled pojave nesklada između robnih i finansijskih tokova na unutrašnjem privrednom planu

1. izvozom zlata.
2. plaćanjem u devizama,
3. traženjem i dobijanjem kredita od inostranstva, što znači da deficit finansira ulaženjem u dug prema inostranstvu (povećanjem svog zaduženja prema inostranstvu),
4. promenom u nacionalnom dohotku procesom multiplikacije.[381]

To ne znači da se deficit ne može pokriti istovremeno na četiri načina tako da jedan dopunjuje drugi.

Priliv novca, odnosno novčanog dohotka u zemlji, zbog povećanja izvoza, upotrebiće se prvenstveno za upošljavanje nezaposlenih radnika (ako nezaposlenost postoji) uz postojeći nivo nadnica, pri čemu će povećanje ukupnih prihoda odgovarati povećanju proizvodnje. Tako će da se održi ravnoteža (ili će da se brzo uspostavi narušena) između robnih i novčanih fondova, a nivo cena ostaće uglavnom nepromenjen.

Deo povećanja dohotka troši se na potrošnu robu, od čega jedan deo otpada na robu koja potiče iz uvoza. Koliki će postotak povećanog dohotka da se troši na potrošnju, zavisi od sklonosti potrošnji, a koliko će od toga da otpadne na uvoz zavisi od sklonosti uvozu.

Granična sklonost uvozu u odnosu prema promenama dohotka dobija sledeći oblik:

Prosečna sklonost izvozu $GS_X = X/Y$

Prosečna sklonost uvozu $G_{sm} = \Delta X/\Delta X$

Na isti se način dobije i granična sklonost izvoza:

$$G_{SX}=\Delta X/\Delta Y$$

Ako se granična sklonost izvoza i uvoza pomnoži recipročnom vrednošću prosečnih sklonosti izvoza ili uvoza, dobija se poznati koeficijent elastičnosti izvoza i uvoza.

$$E_x= (\Delta X/\Delta Y)\bullet(Y/X) \text{ odnosno } E_m=(\Delta M/\Delta Y)\bullet(Y/M)$$

Na promene nacionalnog dohotka osnovno delovanje ima ostvareni primarni (inicijaini) izvoz. Marginalna sklonost uvozu (AM/AY) deluje ograničavajuće. Prema tome, od toga koliki deo dodatnog dohotka (AY) odlazi na plaćanje dodatnog uvoza, zavisiće formiranje granične sklonosti uvozu.

Ako je granična sklonost uvozu manja, izvoz više deluje na promene u nacionalnom dohotku, i obrnuto. Izvoz dovodi do porasta nacionalnog dohotka na isti način kao i nova investicija. Do pojave procesa spoljnotrgovinskog multiplikatora doći će samo onda kada je granična sklonost uvozu manja od jedinice, dakle $G_{sm} < 1$. To znači da će do njega redovno da dolazi u slučaju kada jedan deo

[381] Nas ovde interesuje upravo ovaj način delovanja izvoza na dohodak kroz proces multiplikatora spoljne trgovine.

dohotka, ostvaren izvozom, odlazi na domaću potrošnju. Granična sklonost izvozu na isti način kao kod multiplikatora investicija javlja se kao multiplikator.

Mehanizam uravnoteženja platnog bilansa promenama u dohotku može da se prikaže na sledeći način (pod pretpostavkom da je sklonost uvozu 0,50 i da se celokupan dohodak indukovan u zemlju troši).

Sada nastupa talas sekundarnih efekata od nacionalnog dohotka. Dohodak se usmerava 50% na domaću potrošnju, a 50% na plaćanje uvoza. Utrošeni dohodak se javlja kao dohodak drugih grana u koje se preliva, izazivajući talas sekundarnih efekata od 250 jedinica. Taj dohodak se ponovo deli na deo za potrošnju i deo za plaćanje uvoza. Proces multiplikacije se završava kada se iscrpi celokupni inicijalni priliv ostvaren izvozom u plaćanje potrebnog uvoza. Međutim, tada je već nastalo povećanje nacionalnog dohotka od 1000 jedinica, što uz inicijalni priliv od 1000 jedinica čini ukupno 2000 jedinica. Ovde je, dakle, multiplikator 2, odnosno 2000/1000=2, što nastaje iz sledećeg procesa:

$$M_{vt} = 1 + 0.5 + (0.5)^2 + (0.5)^3 + (0.5)^{n-y} + (0.5)^n$$

U našem primeru imali smo sledeći odnos:

$$M_{vt} = \frac{1}{1-0.5} = 2 \quad \text{ili} \quad M_{vt} = \frac{1}{1-x}$$

Multiplikator spoljne trgovine je, dakle, jedanak marginalnoj sklonosti izvozu ili recipročnoj vrednosti granične sklonosti uvozu.

Nacionalna potrošnja apsorbovala je 1000 jedinica ostvarenih dodatnim uvozom. Platni bilans izravnava se na dvostruko višem nivou nacionalnog dohotka, pri čemu postepeno nestaje pozitivni efekat izvoza na platni bilans. Suprotno tome, provođenjem politike uravnoteženja deflacionom politikom snizio bi se nivo nacionalnog dohotka. Deflacija bi pogodila nacionalni dohodak, potrošnju, a tek preko njih uvoz.

Ako bi jedinica ostvarenog dodatnog izvoza morala da se upotrebi za plaćanje potrebnog uvoza, dakle ako je sklonost uvozu jednaka jedinici, ne bi mogao da se odvija proces multiplikacije.

U navedenom primeru pošli smo od pretpostavke da se celokupan sadržani dohodak troši i da se "podvodi" pod investicije, da ne postoje uštede od datog dohotka u celokupnom procesu multiplikacije. Pođimo sada od pretpostavke da se jedan deo dohotka uštedi, da se ne završava u potrošnji. Štednja će delovati u procesu kao "osipanje" dela nacionalnog dohotka, dakle ograničavajuće, identično delovanju sklonosti štednji u procesu multiplikatora investicija.

Na identičan način deluje i deflacija. Naime, porast uštede, mogao bi da se ostvari izuzimanjem dela dohotka koji bi se uputio na porast uvoza, npr. smanjenjem zaposlenosti u granama koje zavise od uvoza, oštrim restrikcijama u kreditnoj politici. Osim toga trebalo bi da deflacija smanji cene uz smanjenje dohotka, što u modernoj privredi ne mora da bude i obično nije više slučaj.

Konačno, uspostavljanje ravnoteže platnog bilansa deflacijom uvek mora da vodi računa o visini elastičnosti uvoza prema nacionalnom dohotku i o

graničnoj sklonosti uvoza i izvoza, mada je obično granična sklonost uvozu manja od 1, dok je elastičnost uvoza prema dohotku veća od 1. To znači da bi trebalo mnogo više da se smanji dohodak i zaposlenost u privredi da bi se ograničio uvoz i time uspostavila ravnoteža u platnom bilansu (pod pretpostavkom da izvoz ostane nepromenjen).[382]

Za vođenje adekvatne politike dohotka i stabilizacije u određenoj privredi od posebnog je značaja poznavanje odakle potiču inicijalni faktori neravnoteže (domaći ili spoljni sektor) i međusobna povezapost neravnoteže platnog bilansa I dohotka. U tom pravcu interesantno je dati neke osnovne elemente te povezaposti u običaju različitih početnih poremećaja ravnoteže.

UZROCI POČETNIH POREMEĆAJA RAVNOTEŽE I POVEZANOSTI DOHOTKA I PROCESA SPOLJNOG URAVNOTEŽAVANJA

	Promene u domaćoj potrošnji (ΔC)	Promene u izvozu (ΔX)	Promene u uvozu (ΔM)
Automatsko prilagođavanje dohotka	$\frac{1}{s+m}$	$\frac{1}{s+m}$	$\frac{1}{s+m}$
Nastanak spoljne neravnoteže	$\frac{m}{s+m}$	$\frac{s}{s+m}$	$\frac{s}{s+m}$
Promene u nac. potrošnji uzrokovane uspostavljenom spoljnom ravnotežom	$\frac{s}{m}$	$\frac{s}{m}$	$\frac{1}{s+m}$
Delovanje ukupne domaće potrošnje C na nacionalni dohodak yp	$\frac{1}{s+m}$	$\frac{s}{m(s+m)}$	$\frac{s}{m(s+m)}$
Promena dohotka uz isključivo delovanje početne neravnoteže		$1/m$	$1/m$

Multiplikator spoljne trgovine može delovati i u negativnom pravcu kada dode do autonomnog pada izvoza. Proces se odvija na istovetan način.

Injekcija novog novca zbog povećanja izvoza deluje isto kao i nova investicija. Stvarajući novac - individualne dohotke - ono izaziva delovanje multiplikatora koji, naravno, deluje i na trošenje uvozne robe povećavajući to trošenje iznosom koji je uslovljen prvobitnom injekcijom novca. Po sebi se razume da će taj multiplikator da bude veći što su sklonosti potrošnji i sklonosti izvozu veći.[383]

[382] Smanjenje uvoza koji bi išao na teret lične potrošnje dovodi do toga da se nezadovoljeni nivo uvozne tražnje usmeri na domaće tržište, apsorbuje domaće fondove, što dovodi do smanjenja robnih fondova namenjenih izvozu.

[383] Dr Žarko Mrkušić: Međunarodna ekonomija, međunarodna trgovina i trgovinska politika, II izdanje, 1965.

2. DEO

MENADŽMENT KORPORATIVNIH FINANSIJA

"Rešenja koja nude ekonomisti nisu ništa manje obmanjujuća nego što su bila rešenja teologa na čije su mesto došli. Pa, ipak, ne smemo napustiti nadu da ekonomika može učiniti napredak ka nauci, odnosno veru u to da prosvećivanje nije beskorisno. Ali, pre nego što krenemo napred, neophodno je rasčistiti put od raspadajućih oslataka zastarele metafizike".

J. Robinson

Činovnici i lopovi, vojnici i baletni plesači, školski učitelji i policajci, grčki muzeji i gotičke kule, civilne liste i rang liste – sve te neobične tvorevine, kao iz bajke, sadržane su u jedinstvenom semenu - u porezima.
Marks

1. MENADŽERSKE VERSUS POSLOVNE FINANSIJE

Poslovne finansije, odnosno preduzeća proučavaju sistem novčanih tokova u društvenoj reprodukciji, kružno kretanje novčanih sredstava u sferi proizvodnje, razmene, raspodele, potrošnje, finansijske odnose između preduzeća (firmi) i ostalih ekonomskih subjekata u privredi i vanprivredi i finansijske odnose unutar firme (između pojedinih organizacionih delova i tehno-ekonomskih segmenata firme), prikupljanje, čuvanje, raspodelu i upotrebu finansijskih sredstava i finansiranje tekućih i razvojnih potreba i programa preduzeća. Celokupno poslovanje novčanim sredstvima, obavljanje poslova prikupljanja i plasiranja finansijskih sredstava, izvršavanje zadataka finansijske funkcije, sprovođenje finansijske politike, obavljanje poslova finansijske evidencije, finansijske analize i finansijske kontrole i finansijsko planiranje i upravljanje reprezentuje finansijsko poslovanje preduzeća. U tom kontekstu, finansije preduzeća (Corporate finance) evoluirale su u poslovne ili upravljačke finansije (menagerial finance).[384]

U sklopu finansijske teorije firme, prof. Kralj ističe važnost:[385]

- teorija o finansijskoj funkciji preduzeća,
- teorija o novcu i novčanom sistemu,
- teorija o aktivnom i pasivnom finansiranju preduzeća (kreditni sistem, pridobijanje sredstava, investiranje u preduzeću. Ulaganje u procese, ponovno ulaganje i potrošnja, nepovratni i povratni odlivi kao plasiranje viškova, odnosno razne finansijske investicije).
- teorije o preobražavanju sredstava (kružno i spiralno kretanje, optimiziranje vezivanja sredstava s naglaskom na likvidnosti).
- teorije o rashodima za finansiranje i rezultatima i finansijskoj poluzi (rentabilnost, finansičnost, maksimiranje imovine u dugom roku),
- teorije o strukturama sredstava i obavezama prema izvorima sredstava (kapital i dugovi) i o finansijskim "konstrukcijama".
- teorije o donošenju odluka sa stanovišta vremenske preferencije novca, razlika i nesigurnosti (kvantitativni pristup), stablo odlučivanja, simulacije i sl.

---

[384] Opširnije: W. Hingley i F. Osbom, Financial Management, Oxford, 1989. i C. W. Smith (Ed.), The Modern Theory of Corporate Finance, Mc Graw — Hill, N. York. 1990.

[385] Dr. J. Kralj, Finansijsko u pravljanje finansijsko poslovođenje u uslovima tržišne privrede, Knjigovodstvo 8-9. st. 135.

- razvojne teorije s finansijskim vidovima rasta (unutrašnjn rast, spajanje).
- teorije o politici organizacije kao podloga za vođenje finansijske politike (polazišta za odlučivanje).
- teorije o finansijskim strategijama kao delo finansijske politike (strateško finansijsko odlučivanje).
- teorije o oporezivanju i doprinosima u javnim finansijama sa stanovišta preduzeća.
- teorije o finansijskom upravljanju, kao uticanjem i ovlađivanjem ostalih organizacija na osnovu novca (holdinzi i sl.).

1.1. Poslovne finansije kao moderna teorijska i praktična disciplina

U savremenoj teoriji i praksi koriste se mnogobrojni termini, koji su ekvivalentni i međusobno zamenljivi: poslovne finansije, finansijsko upravljanje, upravljačke finansije, finansijski menadžment, korporativne finansije, menadžerske finansije, finansije preduzeća, mikro finansije, finansijsko poslovanje, poslovna finansijska analiza, finansijska ekonomija firme, poslovno finansiranje reprodukcije itd. No, ove termine treba shvatiti kao sinonime, među kojima se ipak najviše eksploatiše termin finansijski menadžment / poslovne finansije. U tom sklopu, poslovne finansije se definišu (1) kao upravljanje novčanim poslovnma poslovnog entiteta, odnosno privrednog subjekta (Adam), (2) kao funkcija obezbeđivanja da su novčani fondovi raspoloživi u adekvatnim iznosima kada su potrebni i kao funkcija prikupljanja i obezbeđivanja finansijskih sredstava radi[1] dugoročnih ulaganja. kao i za operativne rashode (Rosenberg) i (3) kao obezbeđivanje novca za komercijalne svrhe (Bannock, Baxter i Rees).[386]

Brojne analize, koje se bave problemima računovodstva i finansija, pokazuju da se poslovne finansije najbrže razvijaju u oblasti poslovne ekonomije.[387] One su, najpre, bile okupirane problemima osnivanja novih firmi, konsolidovanja i spajanja firmi i emitovanja vrednosnih papira korporacija. Objašnjavala su se, isto tako, finansijska tržišta zajedno sa vrednosnim papirima sa kojima se trgovalo.

U evoluciji poslovnih finansija[388] javljaju se i finansijske inovacije. koje se ogledaju kroz uvođenje novih finansijskih berzanskih instrumenata, emisiju velikih blokova vrednosnih papira sa fiksnim prinosom i imovinskih vrednosnih

---

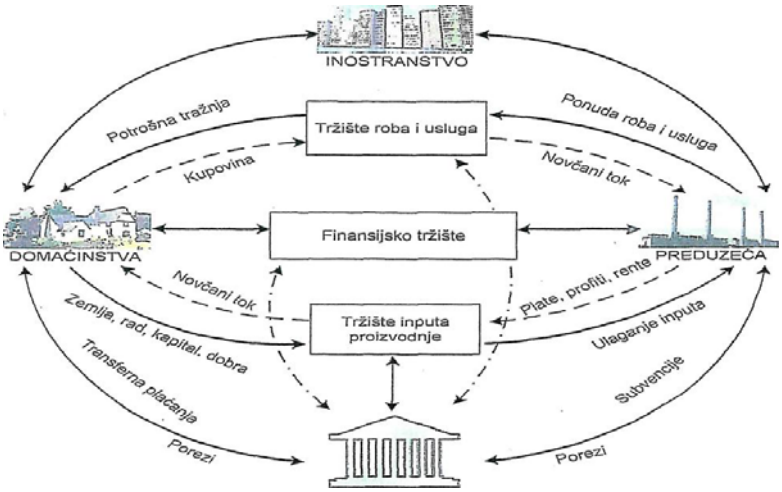
[386] D. J. H. Adam, Longman Concise Diktionary of Business Englis, Longman, London. 1985. sl. 165.. J. M. Rosenberg, Diktionary of Banking and Financial Services, J. Wiley and Sons. N. York, 1985. st. 104.. G. Bannock, R. E. Baxter i R. Rees, The Penguin Dictionary of Economics, Pensuin Books, Harmondsworth.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

[387] R. Ch. Moyer, J. R. McGuigan i W. J. Krctlow, Contemporary Financial Managment, West Publishing Cotpapy, St. Paul, 1982. st.10—11.

[388] J. F. Westan i E. F. Brigham, Managerial imance, Easlborne. 1978 st. 13-14 i J. C. Van Hote, Financial management and Policy, Prentice-Hall, N. York. 1982. st. 2-6

papira. Rastuđa potreba za spoljnim izvorima finansiranja firmi nametnula je poslovnim finansijama proučavanje problema likvidnosti i eksternog finansiranja i trojnih izvora finansiranja dugoročnih ulaganja.[389] Sledi, zatim. rastuđi interes za vrednosne papire, za ulogu investicionih bankara za očuvanje zdrave finansijske strukture, za analizu novčanih tokova firmi (cash flows) i njihovog planiranja i budžetiranja.

Tokovi prihoda i rashoda



Računarska tehnologija i nova tehnika izbora kapitalnih investicionih projekata produbile su teorijska i empirijska istraživanja u okviru efikasne politike alokacije resursa firmn i politike budžetiranja kapitala. Simultano. razvijaju se finansijski modeli zaliha, gotovine, potraživanja i fiksnih sredstava, kao i ekonometrijski modeli u oblasti mikrofinansijskog upravljanja i modeli za vrednovanje firmi (vrednost korporacija). U odnosu na inovacione koncepte vrednovanja firme započela su kritička preispitivanja strukture kapitala i politike dividendi firme. Modigliani i Miller su, u tom kontekstu, objasnili da na rizik pojedinačnog oblika sredstava (aktive) ne treba gledati kao na moguća odstupanja od očekivanog prinosa na uložena sredstva (kapital) već pre u odnosu na njegov marginalni doprinos ukupnom riziku portfelja sredstava. Diversifikaciji teorije poslovnih finansija doprineo je i nagli razvoj teorije portfelja, kao i trgovanja imovinom i obavezama (dugovi) na finansijskim tržištima. Marković je razvio teoriju portfelja i njenu primenu u oblasti finansijskog upravljanja, dok je Sharpe-ov model pokazao da svi poslovni rizici firme nisu relevantni za investitore i deoničare firme. Model Black-a i Sholes-a je pak dokazao da se vrednovanje finansijskih

[389] Dr Ž. Ristić i mr B. Ljutić, Finansije preduzeća, Privredni pregled, Beograd. 1990. st. 272.

potraživanja može oboriti pomoću cena opcionih finansijskih aranžmana.[390] "Pojava i funkcionisanje tržišta opcija za deonice omogućilo je investitoru da kupovinom deonica zasnuje poziciju bez rizika. To su činili pomoću hedžing posta (hedging), upisujući opcije na svoj stok deonica. Na efikasnim finansijskim tržištima prinos po osnovu takve poznicije bila bi stopa bez rizika".[391] Na osnovu Van Homove formule za vrednovanje različitih tipova opcija otpočela je praksa vrednovanja konvertibilnih vrednosnih papira (convertibile securities) i dugoročnih opcija (warrants). "Primena modela opcijskih finansijskih poslovnih aragokmana svakako je jedna od najkompleksnijih oblasti savremenih poslovnih finansija i upravljanja".[392]

Snažni inflatorni trendovi tokom 1970-tih i 1980-tih godina uticali su na proces inovacije finansijskog upravljanja, naročito kod zajmodavaca dugoročnih zajmova, koji napuštaju politiku fiksnih kamata i prelaze na tzv. varijabilne kamatne stope. Izobličavanje računovodstvenih pokaza profita i, na toj osnovi, poreza, troškova amortizacije i troškova zamene zbog uticaja inflacije na realnost finansijskih izveštaja doprinelo je rastu rizika u oblasti kapitalnih ulaganja i finansijskih odluka, vrednovanja firmi, troškova eksternog finansiranja, kamatnih stopa na kratkoročne kredite i dugoročne obveznice restriktivne monetarne politike i ekspanzivne fiskalne politike. U tom kontekstu, računovodstvo kao najznačajnija informaciona osnova poslovnih finansija uz berzanske i tržišne upravljačke informacije postaje najpouzdanije.[393] A to zajedno sa rastućim rizikom u novim tehnologijama i nivoom nesigurnosti u poslovanju firmi implicira unapređenje tehnike predviđanja i prognoziranja u finansijskom poslovanju na principu kompjuterizovanih modela finansijske analitike, upravljanja, planiranja i prognoziranja. Inovacija finansijskog menadžmenta u biznis upravljanju preduzetničkim ekonomijama jeste imperativ trenutka.

2. FINANSIJSKI MENADŽMENT

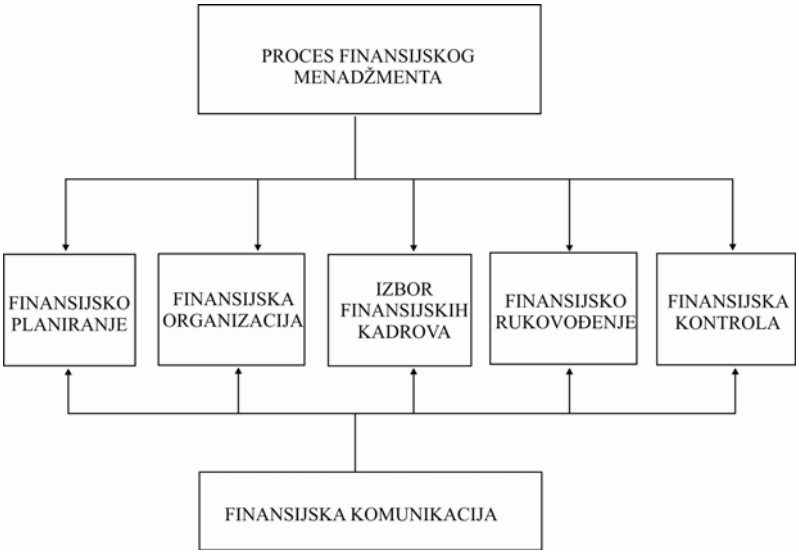
Finansijski menadžment jeste jedan od esencijalnih ljudskih aktivnosti savremenog sveta. Kao takav. finansijski menadžment se obično definiše kao proces kreiranja finansijskih uslova za efikasio postizanje odabranih finansijskih ciljeva.[394] Zatim je za svakog finansijskog menadžera cilj isti: stvaranje profita; zato se i menadžerstvo tiče efikasnosti n efektivnosti. U tom kontekstu, svaki finansijski menadžer mora da poznaje pet "čuvenih" funkcija finansijskog menadžmenta, i to: (1) Finansijsko planiranje, (2) Finansijska organizacija, (3) Izbor finansijskih kadrova, (4) Finansijsko rukovodstvo i (5) Finansijska kontrola.

---

[390] J. C. Van Horne, Fundamentals of Financial Management, Prentice — Hall London. 1986. st. 36-39.
[391] Dr Ž. Ristić i mr B. Ljutić, op. cit.. st. 275.
[392] Ibidem. st. 275.
[393] W. J. Fred, Developments in Finance Theory, Financial Management 10/81, st. 5-22
[394] Opširnije: R. C. Merlon, Continuos-TimeFinance, Basil Blackwell, Oxford, 1990.

Finansijske komunikacije su ovde potrebne da se odrede finansijski ciljevi preduzeća, da se načine finansijski planovi, da se organizuju ljudski i finansijski resursi, da se odaberu finansijski kadrovi za ostvarenje postavljenih finansijskih ciljeva i da se vrši finansijska kontrola u obavljanju finansijskih poslova.[395] Komunikacije su, stoga, od izuzetne važnosti u svim fazama finansijskog menadžmenta, pošto integrišu sve menadžerske funkcije.

U teoriji finansijskog menadžmenta već je primetno da je najveća šansa za povećanje produktivnosti u znanju u oblasti finansijskog menadžmenta, finansijskog marketinga i finansijskog inžinjeringa, pri čemu se pod produktivnošću podrazumeva efektivnost i efikasnost u obavljanju finansijskog posla (zadatka) sa što manjim obimom angažovanih sredstava.



Iz tih razloga, s pravom se postavlja pitanje da li je finansijski menadžment nauka ili umetnost. U teoriji i praksi finansijsko menadžeretvo jeste umetnost, ali i organizovano znanje (nauka). U nauci o finansijskom menadžmentu, i znanje i umetnost su međusobno komplementarni, zato je i zadatak finansijskog menadžera da obezbedi finansijska ulaganja u preduzeću i da ta ulaganja transformiše kroz menadžersku funkciju i profit. Pri tome, finansijsko preduzetništvo teži stvaranju vrednosti putem odgovarajuće biznis politike inicijative i rizika.[396]

U savremenim tržišnim ekonomijama upravljanje poslovnim finansijama jeste složen i atraktivan zadatak iz prostog razloga što oplodnja finansijskog kapitala po maksimalnoj stopi rentabilnosti odnosno po najviše mogućoj stopi dobiti reprezentuje centralni motiv preduzetništva. Na kriterijumu rentabilnosti u finansijskom upravljanju preduzeća faktički se bazira celokupan proces poslovnog,

[395] Uporedi: D. A.Seh (Ed.), Readings in Strategic Management, Macmillan Press, London, 1989.
[396] Dr M. Zečević, Menadžment, Institut za internacionalni menadžment, Beograd, 1991. st. 24.

razvojnog i finansijskog menadžerstva.[397] Stoga je i finansijski menadžment jedan od glavnih zadataka poslovodstva firme (kompanije) u kreiranju i ostvarivanju politike finansijskog plasmana kapitala preduzeća i likvidnosti firme. "Menadžerska revolucija" je izvedena onog trenutka kada je svojina nad kapitalom odvojena od kompetencija vođenja preduzeća. A to pak znači da je odvojena kompetencija vlasnika od kompetencije profesionalnih upravljača, odnosno menadžera.[398] U savremenim finansijama preduzeća finansijski menadžment jeste važan segment iz razloga što simultano odgovara bar na tri osnovna pitanja:

(1) Koja sredstva stoje na raspolaganju firmi, kako ih formira i kako do njih dolazi;

(2) Kakav je i koliki nivo fondova preduzeća i kakva je njihova struktura; i

(3) Kako se formiraju fondovi firme. Zadatak finansijskog menadžerstva, u tom sklopu ogleda se u usklađivanju finansijskih operacija preduzeća (tekuća likvidnost i investicije, odnosno dotok i alokacija gotovine, i transakcije realnih sredstava) i tržišta kapitala (vrediovanje preduzeća i komercijalizacija akcija). "Ako, naime, akcionarsko društvo ima za cilj maksimizaciju sredstava akcionara, onda mora preduzeće maksimirati svoju tržišnu vrednost. Tržišna vrednost zavisi od sadašnjih prinosa i sadašnje vrednosti očekivanih budućih prinosa, koji, opet, zavise, između ostalog, od faktora diskontiranja (kamatne stope) i raspodele rizika budućih prinosa.[399] Zato je i važno pitanje novezivalja profita, rizika i vremena kod finansijskog menadžmenta u oblasti: (1) Finansiranja preduzeća u različitim fazama životnog ciklusa firme, (2) Optimalne strukture kapitala firme, (3) Vrednovanja preduzeća, (4) Dividende i cene akcija i prinosa, (5) Gotovinskih tokova i likvidnosti i (6) Finansijskog planiranja i kapitalskog budžetiranja.

Finansijski menadžment mora poznavati čitavu paletu finansijskih instrumenata za finansiranje novih privatnih, javnih i mešovitih preduzeća,[400] kao što su kapitalni ulog (trajna nepovratna sredstva), subvencije, krediti, fondovi za razvoj, riziko kapital, lizing, zajednička ulaganja i akcije. koja bi, na osnovu profita i rizika, povećala svoju imovinu. Za nova preduzeća važan je odnos sopstvenih i tuđih sredstava, izbor između različitih finansijskih alternativa. odnos između finansijskih obaveza i preduzetničkog profita, nivo rizičnog kapitala, učešće hipotekarnih i lombardnih kredita sa realnim imovinskim pokrićem, cena kapitala i zaduživanja, izvor finansiranja rasta preduzeća. vertikalna i horizontalna finansijska struktura kapitala preduzeća u razvoju. odnos između rasta preduzeća i njegove kapitalizacije, odnos između jound bonds (obveznice za rizične in-

[397] Uporedi: M. Schlosser, Cooporate Finance, Prentice — Hall, N. York, 1989.

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

[399] Dr B. Kovač, Finansijska struktura i politika predazeća u postsocijalističkom društvu, u dr Z. Pjanić dr J. Bajec (Red.) Tržište, kapital, svojina, Ekonomika, Beograd. 1991. st. 192.

[400] Uporedi: J. M. Samnels. F. M. Wilkes i R. E. Brayslow, Management of Company Finance, London, Champan and Hall, 1990. i T. S. Maness, Introduction to Corporate Finance, Mc Graw — Hill, N. York. 1988

vesticije, zero bonds (odbijanje kamate kao diskonta od imenske vrednosti akcija) i sale and lase back (finansiranje s najmom - prodaja imovine i najam iste imovine), formiranje finansijske infrastrukture za finansiranje rasta preduzeća (revizijska služba ili auditivno preduzeće i preduzeće za finansiranje rizičnog kapitala).

2.1. Finansijski marketing i upravljanje finansijskim resursima

2.1.1. Finansijski marketing i finansijski resursi

Upravljanje novčanim resursima, izbor ciljeva razvoja, ostvarivanje profitabilnih ulaganja, održavanje optimalne likvidnosti, održavanje stabilnih uslova poslovanja, držanje pod kontrolom procesa transformacije jednog u drugi novčani oblik, ali i držanje (i planiranje) novčanih i finansijskih tokova, je vrlo složen zadatak svakog preduzeća, firme (korporacije), sve do države. To se može videti i iz strukture finansijskih instrumenata sektora preduzeća, ali i sektora stanovništva (sektor države za sada ćemo ostaviti po strani).[401]

Sektor preduzeća ima sledeće instrumente: 1) Likvidni instrumenti (gotov novac, žiroračuni, sredstva u platnom prometu, udružena kratkoročna sredstva, devizna kratkoročna sredstva, kratkotrajne hartije od vrednosti, 2) Nelikvidni instrumenti (ograničeni depoziti, oročeni depoziti, dugoročne hartije od vrednosti, fondovi kod banaka, udružena dugoročna sredstva, sredstva za stambenu izgradnju, 3) Kratkoročni krediti (kratkoročni krediti kod banaka, krediti za prodaju robe, obaveze po kreditima), 4) Dugoročni krediti (investicioni krediti kod banaka, devizni krediti i sredstva, ostala dugoročna sredstva).

Sektor stanovništva ima kod banaka iste oblike likvidnih i nelikvidnih instrumenata, ali i kredita kod banaka.

Na finansijskom tržištu cirkuliše novac koji u određenom momentu poprima oblik kapitala (imovine), a u drugom likvidni oblik. To su stalni procesi transformacije i tokova. On se stalno nalazi u različitim oblicima monetarnih supstituta (prema ročnosti, obliku, držaocima, raspoloživosti). Sve su to finansijski instrumenti preko kojih se provodi i realizuje finansijski menadžment (upravljanje finansijskim resursima). Nosioci finansijskog viška vrše stalni proces transformacije svog novca u one oblike instrumenata koji su najprihvatljiviji s obzirom na likvidnost (raspoloživost), kamatu, rizik, oblik plasmana. Finansijska struktura je, stoga, razvijenija ako se raspolaže s više finansijskih instrumenata, odnosno ako je privreda više monetizovana.

[401] Uporedi: Wilker, F.M. i R.E. Brayslow: Management of Company Finance, Champan and Hill, London. 1990. i T.S. Mannes, Introduction to Corporate Finance, Mc Graw - Hill, New Vork, 1992.

2.1.2. Finansijski marketing i finansijski instrumenti

Finansijski menadžment u uslovima razvijenih finansijskih instrumenata i razvijenog finansijskog tržišta ima za zadatak da svesno i planski poveže i drži pod kontrolom (i usmerava), odnosno vrši stalnu transformaciju jednog u drugi oblik ulaganja radi ostvarenja najefikasnijeg oblika ulaganja (profita). Finansijski menadžment mora da spoji tri funkcije u svom strategijskom delovanju:

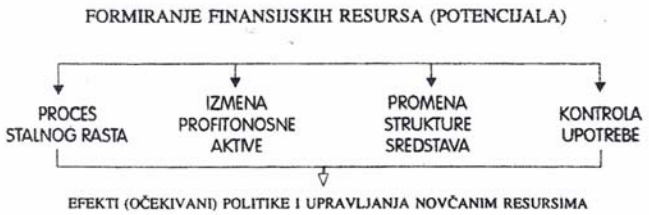
1) Optimalno održavanje strukture pojedinih novčaih oblika (da bi se spojio princip profitabilnih ulaganja i likvidnosti),

2) Održavanje pod kontrolom procesa transformacije jednog u drugi oblik ulaganja (što se provodi finansijskom i poslovnom politikom),

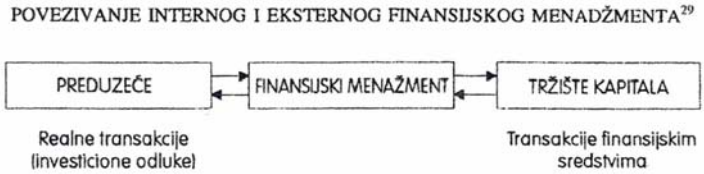
3) Stalni trend povećavanja ukupnih sredstava (finansijskog potencijala), uz izmenu njegove strukture u pravcu porasta profitonosnih (kamatonosnih) oblika, uz odgovarajuće snižavanje nekamatonosnih oblika ulaganja (angažovanja sredstava).[402]

U takvoj filozofiji finansijskog menadžmenta danas se provodi i proces restrukturacije i sanacije (finansijskog osposobljavanja) sektora preduzeća i banaka u našoj privredi.

Finansijski marketing i menadžment mogu se u okviru finansijske politike prikazati na sledeći način:



Tako interno postavljen finansijski menadžment treba povezati i sa ekslernom komponentom. To se može osigurati na sledeći način:



Strategija upravljanja trgovinom ima dve dimenzije: 1) Marketing strategiju i 2) Finansijsku strategiju. Ove dve strategije povezane su i čine celinu poslovne politike. To se jasno vidi iz sledeće šeme:

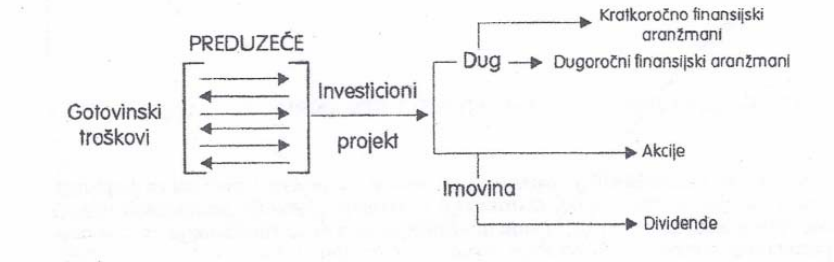
[402] Finansijski menadžer mora veoma dobro da poznaje unutrašnje (računovodstvene, investicione, poslovne) i spoljne finansijske uslove (tržište novca i tržište kapitala). Odluke su mu (posebno dugoročne) vezane za velike neizvesnosti (rizik). Iz navedenih razloga se kod finansijskog menadžmenta redovno uspešno mora povećati: prinos (profit), vreme (dugi, srednji, kratki rok) i neizvesnost (rizik).

Marketing strategija[403] uključuje ciljeve marketinga i program marketing strategije. Marketing strategija mora da istraži odabrane segmente potrošača, "paket ponude" roba, ciljeve potrošača i njihovo reagovanje, a zatim konkurentsku poziciju na tržištu.

Program marketing strategije uključuje istraživanje fizičkih usluga, asortimana, cene proizvoda, promociju proizvoda.

Strategija finansiranja,kao drugi bitan segment, mora da razradi, izuči i dobro komponuje ciljeve finansiranja i program finansijske strategije. Tu su uključene sve osnovne finansijske varijable, kao što su profit, likvidnost, obim prodaje, troškove, imovinu, dugovanja i primanja, cash flow i dr.

Povezivanjem i spretnom kombinacijom marketing i finansijske strategije uspešno se ostvaruje ukupna razvojna politika trgovine (preduzeća, grane ili oblasti).Takva povezanost može se nešto šire prikazati i na sledeći način:



Monetarni (finansijski) marketinig i menadžment, vidljivo je, ne mogu sadržavati slučajne i stihijske tokove. Stihijski procesi u novčanoj sferi brzo dovode do velike izmene strukture sredstava, brzo pretvaranje u likvidne (neprofitonosne) oblike, izbegavanje dugoročnih ulaganja, pada profitabilnosti, veći rizik neizvesnosti, duboka stihijska izmena strukture finansijskih oblika - što sve vodi destrukciji finansija firme (preduzeća, banaka, države). Gubitak kontrole novčanih tokova onemogućava i kontrolu upotrebe i efekte upotrebe novčanih resursa.

[403] Dr B. Kovač, isto, str. 193

Nedostatak finansijskog menadžmenta u našoj privredi doveo je do pravog rastrojstva monetarne i finansijske sfere, raspada sistema raspodele, slabe alokacije i upotrebe inače oskudnih finansijskih sredstava, uz potpuno ukočeni proces stvaranja novih finansijskih instrumenata (posebno akcija, obveznica, čekova, certifikata, javnog duga), uz potpuno izgubijenu monetarnu kontrolu centralne banke. No, to je posebno područje.

3. FINANSIJSKI MENADŽMENT VERSUS MENADŽERSKE FINANSIJE

Menadžerske finansije i finansijski menadžment definišu se na različite načine: ili kao umetnost ili kao nauka upravljanja novcem u smislu sticanja, trošenja,[404] ulaganja i oplodnje. U modernoj literaturi piše se (1) o menadžerskoj ekonomiji finansijskih usluga gde spadaju banke, finansijske kompanije, štedionice i štednokreditne asocijacije, kreditne unije, (2) o finansijskim institucijama, gde spadaju brokerske firme, kompanije za životno osiguranje i konsalting firme. (3) o finansijskim poslovima, gde spadaju poslovi investiranja, poslovi životnog osiguranja, poslovi hartija od vrednosti, poslovi ličnog finansijskog planiranja, poslovi prodaje nepokretne imovine. (4) o poslovima .... menadžmenta, gde spadaju poslovi upravljanja gotovinom, poslovi finansijskog planiranja, poslovi kreditiranja, poslovi investicione analize, poslovi pribavljanja kredita i poslovi zaduživanja, i (5) o poslovima međunarodnih finansijskih institucija, gde spadaju poslovne, investicione i finansijske aktivnosti kompanija i država.[405] U tom kontekstu, prof. Ivanišević navodi šemu Hamptona, koja objašnjava i ilustruje pojedine oblasti finansija:

Po Solomon-u, finansijski menadžment u pravilu pruža naučno validnu osnovu za odgovor na pitanja (1) Koju vrstu sredstava preduzeće treba da pribavi, (2) Koliki ukupan obim sredstava preduzeće treba da ima i (3) Kako potrebna sredstva treba da budu finansirana.[406] Ukupan obim finansijskih ulaganja zavisiće od raspoložive alternative za ulaganje kapitala i od uslova za pribavljanje kapitala iz pojedinih izvora, dok će cena kapitala iz pojedinih izvora zavisiti od kvaliteta i kvantiteta njegovog investiranja.[407] U finansijskom menadžmentu, najpre, polazi se od toga "da je pre ulaganja kapitala u preduzeće potrebno izvršiti analizu njegovog postojećeg finansijskog položaja i aktivnosti, zbog čega se prvo raspravljaju osnovni elementi finansijske analize: pokazatelji likvidnosti, aktivnosti, finansijske strukture, rentabilnosti i tržišne vrednosti, a zatim poslovni i finansijski

[404] Uporedi: A.G. Puxty i J. C. Dodds, Financial management, Chapman and Hall, London, 1991. str.3.11 i Lj. Gitman, Principles of Managerial Finance, Harper Collins, New York, 1991., st. 4-11.
[405] G.A. Aragon, Financial Management, Apup and Bacon, Boston, 1989.5-7.
[406] E. Solomon, The Theory of Financial Management, Columbia University Press, New York, 1963. str. 5-6.
[407] Grupa autora, Basic Financial Management, Prentice-Hall, New Jersy, 1991.

rizik i leverage. U istoj grupi problema razmatraju se izveštaji o tokovima finansijskih sredstava, kao i planiranje novčannh tokova, odnosno gotovine.

Različite oblasti finansija i finansijskog menadžmenta[408]

JAVNE FINANSIJE	**HARTIJE OD VREDNOSTI I INVESTICIONE ANALIZE**
- Koriste se u federacijama, državama i lokalnim vladama	- Koriste ih individualni i institucionalni investitori
- Proučavaju poreze i druge prihode	- Mere rizik u transakcijama sa hartijama od vrednosti
- Teže neprofitnim ciljevima	- Mere očekivani prinos
INSTITUCIONALNE FINANSIJE	**MEĐUNARODNE FINANSIJE**
- Proučavaju banke. osiguravajuće kompanije i penzione fondove	- Studiraju ekonomske transakcije između država i pojedinca na međunarodnom platnom prometu
- Studiraju štednju i informacije o kapitalu	- Odnose se na tokove između država

FINANSIJSKI MENADŽMENT		
Studira finansijske probleme individualnih firmi	Traži izvore jeftinih sredstava	Traži rentabilne poslovne aktivnosti

Značajnu komponentu upotrebe kapitala predstavlja problem ulaganja u obrtna sredstva, pa je zbog toga posebna pažnja posvećena načelima upravljanja: neto obrtnim sredstvima, gotovinom, potražnvanjima od kupaca i zalihama.

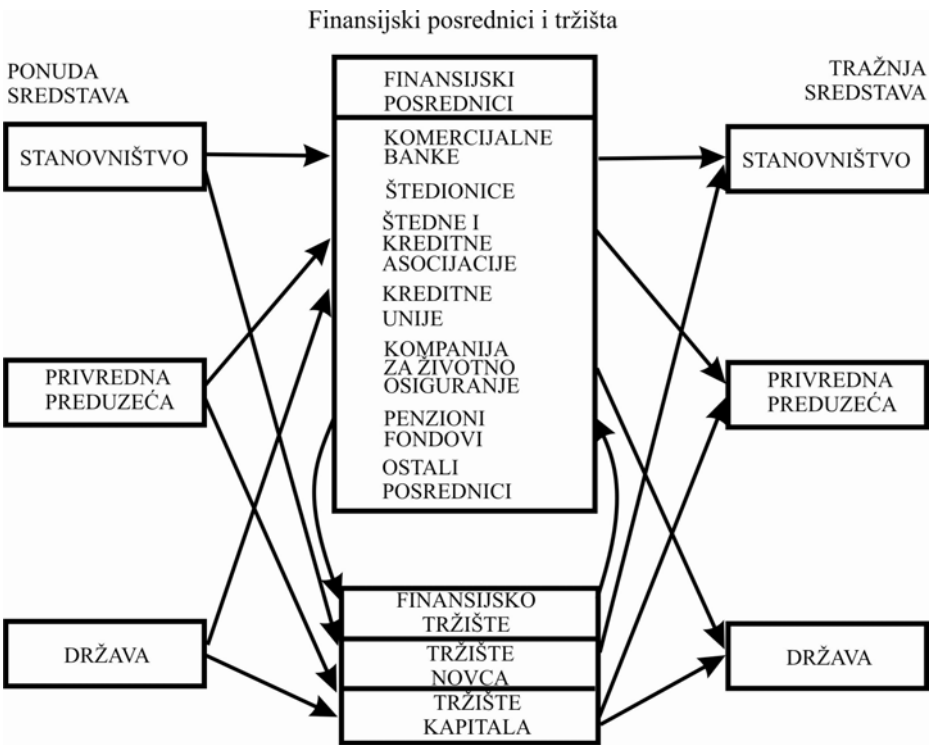
Najznačajniji problem alokacije kapitala jesu dugoročna ulaganja, odnosno investicije, što je zahtevalo da se raspravlja o "planu kapitalnih ulaganja, metodama za ocenu efikasnosti investicija i investicionim odlukama u uslovima rizika. Bitnu komponentu tih izlaganja čini izbor adekvatnog investicionog kriterijuma, kao što su cena kapitala i standardna stopa prinosa.

Odluke o ulaganju kapitala ne mogu se posmatrati odvojeno od odluka o finansiranju. Uslov za donošenje odluka o finansiranju je dobro poznavanje finansijskog tržišta. odnosno tržišta novca i kapitala. Polazeći od funkcije tog tržišta, moguće je raspraviti pojedinačne izvore finansiranja i njegove cene. Cene pojedinačnih izvora finansiranja predstavljaju osnovu za utvrđivanje prosečne cene kapitala preduzeća, koja služi kao investicioni kriterijum i kao element u teoriji procenjivanja."[409]

U finansijskoj praksi, obično se razlikuju tri eksterna toka putem kojih se raspoloživa sredstva prelivaju u preduzeća koja ih traže. "Jedan od tih tokova ide

[408] Dr M. Ivanišević, Finansijski menadžment u nas, Knjigovođstvo 6/96. Str. 28. i J.J. Hampton, Financial Desision Making, Prentice-Hall, New Yersy, 1989. st. 4-7.
[409] Dr M. Ivanišević, op. cit., st.30.

preko finansijskih posrednika, kao specijalizovanih institucija koje pršsupljaju štednju i sredstva nude onima kojnma su potrebna. Drugi tok koristi finansijisko tržište kao organizovanu formu na kome oni koji nude i traže sredstva mogu da obavljaju finansijske traisakcije. Ovo tržište se može podeliti na tržište iovca i tržište kapitala. Transakcija sa instrumentima kratkoročnog duga, odnosno sa hartijama od vrednosti sa kratkim rokom dospeća. koje se mogu lako unovčiti obavljaju se na tržištu novca, dok se kupovina i prodaja dugoročnih hartija od vrednosti, akcija i obveznica, vrši na tržištu kapitala. Na kraju, treći tok prelivanja štednje u ulaganja zahteva direktne aranžmane, odnosno neposredne ugovorne odnose između onih koji štede i onih koji ulažu, što posebno karakternše kratkoročne kredite i ulaganja.[410]Složena međuzavisnost ponude i tražnje finansijskih sredstava. finansijskih posrednika i tržišta može se prikazati uz pomoć Shall-a i Haley-a:



4. "DESET" ULOGA FINANSIJSKOG MENADŽERA

U teoriji finansijskog menadžmenta postoji tri grupe menadžerskog posla ili tri organizaciona seta ponašanja identifikovanih sa pozicijom finansijskog menadžera, i to: (1) interpersonalne uloge, (2) informativne uloge i (3) odlučivačke uloge.

[410] Ibidem. st. 31.

Finansijski menadžer može biti definisan kao ličnost koja za "nešto" odgovara u kompaniji. Pored "top" menadžera, koji je "ogrnut" formalnim autoritetom, koji pokriva celinu korporacije (firme), finansijski menadžer radi kao "premijer" korporacijskih finansija i "ministar" korporativnog finansiranja. Od njegovog formalnog autoriteta dolazi status i neprikosnovenost u "zakonskom" regulisanju međuljudskih odnosa i informacija.[411]

Mintzbergova teorija menadžmenta izbacila je na površinu tezu o menadžerskim ulogama i menadžerskim grupama poslova. "Tri grupe poslova i deset uloga menadžera" jeste međunarodno prihvaćeno pravilo koje važi za finansijski menadžment.

U strukturi tzv. interpersonalne uloge egzistiraju tri menadžerske uloge koje su derivirane iz formalnog autoriteta i monitoringa međuljudskih odnosa, i to: (1) figurativna uloga, (2) liderska uloga i (3) vezna uloga. Sama pozicija "glavnog" u firmi upućuje da menadžeri moraju izvršavati i obaveze ceremonijalne, protokolarne prirode. Gotovo 12% vremena menadžer potroši na "ceremonije" (prijemi, poslovni ručkovi, prijateljska poznanstva, proslave, inauguracije, posete, susreti), a 1 7% na prepiske protokolarne prirode. U ovoj ulozi finansijski menadžer srigurira, pošto se nalazi na poziciji nominalnog lidera. Odgovornost u korporaciji znači u isto vreme i činjenicu da su menadžeri odgovorni za rad ljudi u firmi, što konstituiše njihovu lidersku ulogu. Formalni autoritet daje menadžeru potencijalnu snagu i liderski amblem koji se koristi na direktni ili indirektni način (u zavisnosti od toga da li angažuje zaposlene ili motiviše radnike). Vezna uloga reflektuje kontaktiranje menadžera sa spoljnim okruženjem izvan vertikalne hijerarhijske linije komandi u kompaniji, koje obezbeđuje "građenje" menadžerskog sopstvenog informacionog mehanizma i neformalnih, privatnih poslovnih veza sa sračunatim efektima.

Pored interpersonalne uloge, subordinacije na hijerarhijskoj lestvici i mreže eksternih kontakata, finansijski menadžer se kao "nervni centar" kompanije, koji ne mora da zna sve; u principu, dovoljno je da zna više od onih, koji su "ispod" njega. Kao lider menadžer ima formalni autoritet i "lak" pristup "potčinjenima", a "vezni" kontakti mu obezbeđuju ogromnu količinu eksternih informacija za brzo i efikasio odlučivanje, i "moćnu" personalnu bazu podataka (koja ga čini jedinim informisanim ....). Stavljanje informacija u "proces" (pogon) jeste ključ menadžerskog posla. U savremenom biznis svetu top menadžeri 40% troše sopstvenog "kontakt vremena" na aktivnostima posvećenih ekskluzivnim transmisijama informacija i 70% na njihove "dolazeće" pošte informativne prirode. Ovde su prisutne tri uloge menadžerskog posla. i to; (1) monitorska uloga, (2) diseminatorska uloga i (3) potparolska uloga.

Menadžeri uvek "osmatraju " okruženje i ispituju "vezne" linije i svoje "potčinjene" i primaju "istražene" informacije, naročito iz razvijenih tzv. ličnih kontakata. Menadžer skuplja informacije u monitorskoj ulozi i time stiče "pri-

[411] Dr B. Ljutić, Osnovi finansija za menadžere, Panda Graf, Beograd, 1996.

rodnu" prednost u kompaniji. U informativnom procesu na monitorsku ulogu nadovezuje se i nastavlja tzv. diseminarska uloga menadžera. Radi se, u osnovi, o distributerskoj ulozi putem koje menadžeri plasiraju "određene" informacije iz strukture "privilegovanog" informisanja. Konačno, menadžer ima "obavezu" da drži govor na konferencijama za štampu s ciljem da iznese relevantne informacije iz svoje biznis sredine, koje donose poslovnu i propagandnu korist. Menadžeri su "prinuđeni" da zadovolje i uticajne ljude i javnost informacijama iz svog poslovnog okruženja. U tome se ispoljava njihova portparolska uloga.

U praksi, menadžeri igraju najznačajniju ulogu u procesu odlučivanja i donošenja odluka. Kao nervni centar kompanije, finansijski menadžer mora da donese ključnu odluku koja determiniše razvojnu strategiju firme. U tom kontekstu, postoje četiri "odlučivačke" uloge, i to: (1) preduzetnička uloga, (2) pomiriteljska uloga, (3) alokatorska uloga i (4) pregovaračka uloga. Preduzetnička uloga je najznačajnija uloga menadžera u kojoj dolazi do izražaja bazični zahtev poboljšanja poslovanja firme i prilagođavanja poslovne politike promenama u spoljiom okruženju.[412] Menadžer je u monitorskoj ulozi stalno zagledan u moguću novu ideju koja se "brzo" definiše i profilira u preduzetničkoj ulozi menadžera, koji ideju odmah "pretvara" u razvojni projekat. Preduzetnička uloga "posmatra" menadžera kao inicijatora promena; ali pomiriteljska uloga zahteva gotovo od svakog menadžera da traži relativno značajno vreme na odgovore na visokointonirane pritiske iz nemirnog okruženja. Ova uloga se inače odnosi na konkretne situacije života i rada u firmi i izvan nje, što menadžer ne može da planira. Konačno, alokatorska uloga inkorporira efikasno alociranje resursa kompanije, racionalno plasiranje kapitala firme i efektivno investiciono ulaganje u razvoj. Za menadžere, najvažniji resurs, koji menadžer alocira, je ipak njegovo sopstveno vreme, koje se pretače u profit i razvoj firme.

Prezentirane uloge menadžera u biznisu stoje u integrativnoj formi, jer je jedna uloga preduslov drugoj ulozi. U tom kontekstu, menadžer se mora okretati kao suncokret prema suncu, odnosno prema izvoru promena, prema sopstvenom iniciranju promena i prema nametnutim promenama iz turbulentnog okruženja.[413] Finansijski menadžer mora da misli unapred, da provocira buduće promene i da reaguje na svaku konkretnu situaciju. Taj odnos dugoročnosti i operativnosti reakcije na brze promene mora i treba da bude uravnotežen kod menadžera.

Finansijski menadžer igra dinamičku ulogu u razvoju savremenog preduzeća, pošto se bavi novčanim stanjem firme, plaćanjem "računa", obezbeđenjem sredstava, prikupljanjem sredstava za investiranje u imovinu firme i utvrđivanjem najbolje kombinacije finansiranja i dividendi u odnosu na sveukupnu procenu vrednosti preduzeća. Finansijski menadžer posredstvom investiranja sredstava u imovinu određuje veličinu preduzeća, njegove profite od poslovanja, njegov poslovni rizik i njegovu likvidnost. Razvoj finansija uveliko je učvrstio ulogu

[412] I. Demiriag i S. Goddard, Financial Management for International Bussiness, Mc Graw-Hill. N.York, 1994.
[413] Dr M. Tomić, Menadžment u sportu, Minetko, Beograd. 1995.

finansijskog menadžmenta, koji se, iz područja koje se uglavnom bavilo namicanjem sredstava, preselio u područje koje uključuje menadžment imovine, namenu kapitala i procenu preduzeća na tržištu, najbolju kombinaciju finansiranja i strukturu kapitala, i maksimiranje tržišne cene akcija.[414]

U pravilu, finansijski menadžment implicira rešenja triju glavnih odluka, koje, zajedno, determinišu vrednost preduzeća za njegove deoničare. Vrednost dividendi za investitore mora se uravnotežiti sa oportunitetnim troškovima zadržanih ... koje su izgubljene kao sredstva finansiranja trajnog kapitala.[415] Odluka da se investira u novi kapitalni projekat zahteva finansiranje investicija. Odluka o finansiranju utiče na rast i razvoj firme, i diversifikaciju imovine. Odluka o investiranju utiče na alokaciju kapitala i na ukupan iznos buduće efektivne imovine. Glavna je stvar sada da finansijski menadžer efikasno i racionalno poveže odluke o finansiranju, odluke o investpranju i odluke o dividendi u funkciji ostvarivanja rastuće vrednosti preduzeća.[416]

5. FINANSIJSKI INŽENjERING

Kvalitativni opis finansijskog inženjeringa najbolje daje francuski zakon o bankama iz 1984. god. po kome se praktično finansijski inženjering definiše kao set finansijskih usluga usmerenih da olakšaju osnivanje i razvoj preduzeća, uključujući i savete i pomoći u procesu finansijskog upravljanja. Sudeći po izveštaju Udruženja francuskih banaka, koji inkorporira i stanje poleta finansijskog inženjeringa, do sada su u finansijskoj praksi postojale četiri bankarske funkcije. i to: (1) bankarsko posredovanje koje implicira prikupljanje depozita i odobravanje kredita. (2) upravljanje sredstvima plaćanja, (3) trgovanje hartijama od vrednosti i finansijskim instrumentima na primarnom i sekundarnom tržištu za račun klijenata i (4) pružanje usluga komercijalnog karaktera. Konačno, tu su i devizne operacije, usluge sefova i, dakako, finansijski inženjering. Finansijski inženjering je, u tom kontekstu, postao forma posredovanja u strukturi inovativnih poslova. "Preduzećima koja traže sofistikovane finansijske inovacije potrebne su banke. Čak ako se dogovore o međusobnom finansnranju preko komercijalnih papira i prividno zaobiću banke., potrebno je da se njima obrate, ne samo radi dobijanja domiciliranja papira, to jest, radi dobijanja jemstva, nego i da bi uspele da plasiraju ove pappre. To je diskretan i koristan revanš banke koji kompenzuje, do izvesne mere, kamate koje nije naplatila".[417] Zato je neto - proizvod od provizije

---

[414] Ames C. Van Horne, Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menadžment), Mate, Zagreb, 1993. Str. 6.
[415] A.C. shapiro, Multinational Financial Management, Apup and Bacon, Boston, 1989.
[416] W.E.F.. lam, Financial Strategic, Richard, Irwin, Homewood, 1979. I B. Coincil i A.C. Shapiro, Corporate Stakeholders and Corporate Finance, Financial Management 16, st. 5-14.
[417] M. Vašer. Fliansijski inželjering, Jugoslovensko bankarstvo. 8/90. st. 23.

veći od kamatne marže i portfolio dobitaka kod svih savremenih evropskih banaka, koje sve više od depozitnih i kreditnih ustanova postaju institucije koje finansiraju.

Preduzeća imaju potrebu bankarskog posredovanja za aranžiranje finansijskog projekta, za finansiranje međunarodne trgovine, za poslove akvizicije fuzije za aranžiranje oneracija zajma sa swap-aranžmanima, za upravljanje gotovinom i pokriće rizika, kamatne stope i deviznog kursa. Upravljanje gotovinom (cash management) jeste važan segment finansijske ingenioznosti bankara koji pružaju savete zainteresovanim preduzećima za finansijske plasmane (i, posebno, za plasmane gotovine) i za profitonosno rukovanje finansijskim sredstvima. U tome je i tajna "finansijskog proizvoda", koji proizvodi dobit. No, i pored toga, estetska hirurgija bilansa jeste biser finansijskog inženjeringa. "Banka, u takvoj situaciji, pronalazi, savetuje, predlaže, pruža tehničku pomoć, sastavlja portfelj angažovanjem gotovine preduzeća unapred. Portfelj se, zatim, transformiše nekom trustu ili odgovarajućoj organizaciji kojoj je banka trust ili joj odgovara.[418]

Finansijski inženjering ima za zadatak da osigura finansiranje preduzeća, da predloži nove procedure finansiranja, da pripremi operacije koje osiguravaju finansiranje, da aranžira finansiranje projekata itd. U tom sklopu, bankar se javlja kao menadžer preduzeća za koje formira bankarski put za finansiranje ili organizuje emisiju akcija ili obveznica. Za finansijski inženjering preduzeća bankar aranžira euroemisije i davanje eurokredita, uvodi akciije preduzeća na berzu, određuje početne cene kotiranja (zajedno sa berzanskim brokerom) itd.[419]

Procene vrednosti preduzeća i privatizacija jesu moderne operacije finansijskog inženjeringa. Akvizicija-cesija preduzeća, otkup preduzeća tehnikom LMBO (Leverage management by out), finansijsko koncentrisanje ili razdvajanje preduzeća, spajanje i prenos preduzeća, traženje finansijskog partnerstva, finansijsko restrukturiranje preduzeća, formulisanje javnih ponuda za preuzimanje preduzeća, utvrđivanje operacija za finansiranje, plasmane i upravljanje finansijskim sredstvima, i diversifikacija finansijske strukture preduzeća jesu generalne funkcije finansijskog inženjeringa, koji je u modi i sa perspektivom.

Finansijski inžinjering predstavlja integralni sistem tehnologije, novca i ljudi, uključujući i sistem donošenja finansijskih odluka i njegovo eksploatisanje u mogućim oblastima ljudskog delovanja. Zato je finansijski razvoj stalni pratilac finansijskog inženjeringa, koji, kroz poslovni nastup, treba da osigura razgranatu saradnju u transferu znanja i prenošenju iskustava. Akumulisano iskustvo, kupovina tehnologije i stečeno znanje u njihovom transferu kreiraju uslove za formiranje sopstvene organizacije finansijskog inžinjeringa čija delatnost u perspektivi treba da inkorporira (1) izradu studija razvojnih mogućnosti sa finansijskim konstrukcijama, (2) izradu predinvesticionih programa sa pratećom infrastrukturom. (3) ekonomska, finansijska i marketinška istražnvanja, (4) finansijska

[418] Ibidem, st. 26.
[419] S. Oldeorn, Svjetlost, Sarajevo, 1990.

ulaganja (kratkoročna i dugoročna, interna i eksterna) sa samofinansirajućim i zajmovnim implikacijama, i (5) ocenu profitabilnosti sa oplodnjom kapitala i godišnjim prinosima (finansijskim).

U načelu, finansijski inženjering treba da je registrovan za ofanzivan nastup na domaćem i inostranom tržištu, pod uslovom da je ekipiran čitavom paletom inžinjering poslova (od organizovanog spektra izvođačkih radova preko specijalizovane proizvodnje opreme do kompletnog finansiranja). Razvoj finansijskog inženjeringa, stoga, treba da objedini (1) davaoce licenci, (2) proizvođače opreme. (3) izvođače montažnih i građevinskih radova, (4) projektne organizacije, (5) proizvodne sisteme procesne industrije, (6) banke, finansijske organizacije, institucionalne investitore (penzioni fondovi, osiguravajuće kompanije, investicioni fondovi i sl. Finansijske kompanije), (7) uvozno-izvozna preduzeća, (8) institute, fakultete i naučno-istraživačke institucije i razvojne organizacije, i (9) inostrane inženjering organizacije i konsalting firme.

Registrovani finansijski inženjering zajedno sa poslovnim inžinjeringom treba da obavlja (1) rukovođenje izgradnjom, (2) baznim i detaljnim inženjeringom, (3) isporukom, inspekcijom i terminiranjem opreme, (4) izgradnjom postrojenja, (5) projektovanjem i nadzorom izgradnje (6) predstartnim poslovima, startovanjem i uhodavanjem postrojenja, (7) obukom i specijalizacijom kadrova. (8) organizacijom proizvodnje, održavanjem i laboratorijom, (9) proizvodnjom i održavanjem postrojenja u dužem periodu i (10) konsalting uslugama. U tom kontekstu, finansijski inženjering sa svojim partnerima rešava (1) završetak poslova u planiranim rokovima, (2) obezbeđenje kvaliteta rada, (3) obezbeđenje povoljnih kredita, (4) smanjenje devizne komponente, (5) obezbeđenje dela devizne kompenzacije. (6) zatvaranje finansijeke konstrukcije i (7) obezbeđenje finansijske zarade.

Finansijski inženjering svoju organizacionu strukturu treba da bazira na konceptima specijalnosti i eksperata. Organizacionu strukturu finansijskog inženjeringa treba da komponuju sledeći organizacioni segmenti: (1) programiranje razvoja. (2) projektni inženjering (3) investicioni inženjering, (4) nabavke opreme, (5) upravljanje realizacijom poslova, (6) komercijalni poslovi, (7) ekonomsko-finansijski poslovi. (8) pravno-kadrovski poslovi. Organizaciona struktura finansijskog inžinjeringa je fleksibilna čiji je specijalnstičkih celina grupisana u više organizacionih celina po principu ekstertnih grupa. Moderan sistem organizacije rada finansijskog inženjeringa, u stvari. Podrazumeva organizaciju "prema poslu", ali po specijalnostima. Za svaki posao, u tom smislu, formirao bi se rukovodnn tim na čelu sa rukovodiocem koji realizuje celokupan posao po unapred definisanoj proceduri rada. Posao se odvija kroz piramidu timova u okviru globalnog ali detaljnog inženjeringa bilo u vidu izdvojene službe bilo u vidu matične službe. Organizaciona struktura mora biti podređena poslu. a ne rukovodećoj hijerarhiji organizacije rada. Time se povećava odgovornost svakog pojedinca u timu za izvršenje posla, ali i za "ekonomsku bezbednost" finansijskog

inženjeringa. U tome se ogleda profesionalizam u sistemu ponašanja inženjeringa u svim fazama poslovne strategije i finansiranja rasta firme.

5.1. Globalni finansijski inženjering

A. Sve dinamičniji razvoj ekonomskih odnosa i finansijskog poslovanja u svetu ima za posledicu unapređenje daljeg razvoja te unapređenja neophodnih znanja i veština iz finansijskog inženjeringa, čime je isti postao nezaobilazna samostalna disciplina sa vlastitim poljem delovanja, svojom specifičnom organizacijom, određenom naučnom metodologijom rada i istraživanja, specifičnim alatima, vlastitim kadrovima i institucijama kao i sa sopstvenom terminologijom.

Finansijski inženjering je sličan kompoziciji više finansijskih instrumenata, koji su potrebnni radi definisanja nekog novog finansijskog instrumenta, u skladu za zahtevima investitora.

Savremena privredna društva koja razvijaju svoje finansijske sisteme a sada daju skromnije rezultate u privrednom razvoju (portfolio menadžment, tržišta kapitala i funkcije Back office), imaju potrebu da radi svoje budućnosti projektuju optimalan i konstantan rast njihovih performansi i njihovih ukupnih finansijskih sposobnosti. Zbog toga je potrebno podizanje njihove ukupne efikasnosti, formiranje uspešne finansijske konstrukcije i utvrđivanje pravilne metodologije poboljšanja ukupnog stanja u finansijskom poslovanju.

U savremenom svetu, finansijski menadžment je jedna od važnih ljudskih aktivnosti. U tom kontekstu, finansijski menadžment se obično zamišlja kao proces kreiranja finansijskih uslova za efikasno postizanje nekih, odabranih, finansijskih ciljeva.

Finansijski menadžment (korporacijske finansije) je područje finansija koje se bave finansijama poslovnih subjekata ako se podrazumeva da se finansije definišu kao skup teorija, principa i tehnika koje se bave pribavljanjem i menadžmentom novca poslovnih subjekata, vlade i pojedinaca.

U raznim teorijama o finansijama, najveća šansa za povećanje produktivnosti daje se znanjima iz oblasti finansijskog menadžmenta, finansijskog marketinga i finansijskog inženjeringa, pri čemu se pod produktivnošću podrazumeva efektivnost i efikasnost u obavljanju finansijskog posla (zadatka) sa što manjim obimom angažovanih sredstava.

U savremenom međunarodnom menadžmentu, nastala je potreba za usavršavanjem i nadogradnjom znanja iz finansijskog menadžmenta, tako da je došlo do osamostaljivanja posebne naučne discipline koja se bavi isključivo finansijskim inženjeringom. Radi toga je nastala potreba za stvaranjem visokokvalitetnih i profesionalnih kadrova iz oblasti finansijskog inženjeringa, koji kroz specijalističke studije iz finansijskog inženjeringa u trajanju od 3-4 godine na poznatim univerzitetima u SAD, Kanadi, Engleskoj, Nemačkoj i drugim visokorazvijenim zemljama postižu potrebne nivoe stručnih znanja iz ove oblasti. Studenti na ovim

studijama stiču zvanje finansijskog inženjera. Pored toga, stručnjaci u menadžmentu se dodatno edukuju putem specijalističkih kurseva finansijskog inženjeringa, koji se izvode na nivou mastera. Dakle, zanimanje finansijskog inženjeringa je danas perspektivna i visoko tražena profesija.[420]

Funkcija finansijskog inženjeringa je ekonomiziranje finansijskom masom i ima značajno mesto u upravljanju projektima.

Metode finansijskog inženjeringa primenjuju se radi: optimizacije finansijske konstrukcije; evaluacije - vrednovanja projektnih varijanti u uslovima neizvesnosti; izbora finansijskih najefikasnijeg investicijskog projekta, i izbora optimalne kombinacije investiranja uz ograničena finansijska sredstva.

Stabilan finansijski sistem je preduslov za:

- Nesmetano odvijanje procesa reprodukcije i stabilnog privrednog razvoja zemlje (obezbeđenje potrebnih finansijskih sredstava za početak i završetak procesa proizvodnje).
- Nesmetanu cirkulaciju novčanih sredstava i održavanje optimalne likvidnosti svih privrednih subjekata (nesmetano posuđivanje finansijskih sredstava između privrednih subjekata),
- Ostvarivanje ciljeva monetarno-kreditne politike (centralna banka svake države ciljeve monetarno-kreditne politike realizuje posredstvom sistema komercijalnih banaka),
- Funkcionisanje bankarskog sistema,
- Regulisanje agregatne ponude i agregatne potražnje a time i cena na finansijskom tržištu.
- Aktivno upravljanje finansijama, itd.

Zadovoljenje kriterijuma uspešnosti poslovanja privrednog društva, kao i drugih organizacionih sistema, podrazumeva obezbeđenje uslova za ostvarivanje planiranih ciljeva, odnosno zadovoljavanje potreba društva. Zato se pred menadžment organizacionih sistema postavljaju zadaci u vezi sa uspešnošću tekućeg poslovanja, kao i u vezi sa koncipiranjem i ostvarivanjem dugoročnih ciljeva.

Cilj svakog finansijskog menadžera je stvaranje profita i zato se menadžerstvo tiče efikasnosti i efektivnosti.

U tom kontekstu, svaki finansijski menadžer mora da poznaje pet funkcija finansijskog menadžmenta, i to:

- Finansijsko planiranje,
- Finansijska organizacija,
- Izbor finansijskih kadrova,
- Finansijsko rukovodstvo i
- Finansijska kontrola.

Komunikacije su od izuzetne važnosti u svim fazama finansijskog menadžmenta, pošto integrišu sve menadžerske funkcije. Ove funkcije simultano determinišu proces finansijskog menadžmenta, a finansijske komunikacije su

[420] Principles of Financial Engineering, Salih N. Neftci, Elsevier Academic Press, San Diego, California, USA

neophodne među njima da se odrede finansijski ciljevi i, da se naprave finansijski planovi, da se organizuju ljudski i finansijski resursi, da se odaberu finansijski kadrovi za ostvarivanje postavljenih finansijskih ciljeva i da se vrši finansijska kontrola u obavljanju finansijskih poslova.

U finansijskom menadžmentu zadatak finansijskog menadžera je da obezbedi finansijska ulaganja u privredno društvo i da ta ulaganja transformiše kroz menadžersku funkciju i profit. Pri tome finansijsko preduzetništvo teži stvaranju vrednosti putem odgovarajuće biznis politike, inicijative i rizika.

B. Finansijski inženjering je proces primene matematičkog finansiranja i kompjuterskog modeliranja pravila za određivanje cena, hedging-a, trgovanja i portfolio odlučivanje menadžmenta. Finansijski inženjering je ujedno i stvaranje novih i poboljšanih finansijskih proizvoda primenom inovativnog dizajna ili modifikovanjem postojećih finansijskih instrumenata. Finansijski inženjering je polje gde se ukrštaju mnoge naučne discipline koje primenjuju matematičke proračune, različite numeričke metode i kompjuterske simulacije u izradi svojih odluka na područjima trgovanja, hedging-a i investiranje, te smanjivanja rizika tokom donošenja tih odluka.

Područje gde se tehnike finansijskog inženjeringa ili računskog finansiranja (engl. Com-patational finance mogu primeniti uključujući:

- investicijsko bankarstvo,
- upravljanje rizicima u software-u
- korporativno strategijsko planiranje,
- trgovanje i upravljanje finansijskim rizicima,
- izvođenje poslova trgovanja i upravljanja rizicima, i
- upravljanje investicijama.

C. Pored sintagme "finansijski inženjering" upotrebljava se i sintagma "finansijski inženjering i programiranje" kako bi se još naglasilo da je "kompjutersko programiranje" u području finansija jedna od bitnih funkcija finansijskog inženjeringa.

Finansijski inženjering i programiranje (FEP) je interdisciplinarni program kombinovan iz tri različnta područja: [421]

1. kvantitativnih finansija,
2. kompjutorskog programiranja i
3. tržišne strategije.

Finansijski inženjering i programiranje je rezultat objedinjavanja teorijskih znanja udruženih sa iskustvima stečenim kroz rad i kroz proces kontinuiranog obrazovanja i naučnog istraživanja, pri čemu je komjutersko programiranje postalo obavezna funkcija svake buduće finasijske operacije.

[421] Dictionary of Financial Engineering, John F. Marshall, 10594, ISBN: 0471242918, published by John Wiley & Soons, 1 edition, 2001.

Finansijski profesionalci širom sveta koriste Math Works proizvode: za ubrzanje njihovih istraživanja, za smanjenje vremena za razvoj, za poboljšanje modela simulacije brzine, i za kontrolu cena koštanja projekta.

Sa MATLAB i MATLAB proizvodima mnoge kompanije analiziraju podatke i kreiraju prognoze, utvrđuju rizike, razvijaju optimalne strategije, računaju/izrađuju kalkulacije cena, određujucash flow, i još mnogo toga.

Upotrebom MATLAB brzog razvojnog modela koji može biti integrisan sa postojećim sistemima, profesionalci za investiranje mogu stvoriti veliku prednost na tržištu gde postoje uslovi za ulaganje investicija.

Stock Chart X je sjajna dopuna postojećim alatima finansijskog inženjeringa. Standardni finansijski inženjering izrađuje sofware (programe), koji za te namene mogu da rade samo stručnjaci iz oblasti finansijskog inženjeringa.

Primenom Stock Chart X kao osnovnog početnog i krajnjeg podatka u analizama sa postojećim *software*-om, pomoću alata razvija se interaktivni finansijski inženjering (korišćenjem Interneta).

D. Sledećih 6 kurseva se veoma preporučuju za uspešan rad u finansijskom inženjeringu:

- Uvod u C/C++ programiranje za finansijska tržišta
- UV & Baze podataka za finansijska tržišta
- Otplate dugovanja & Modeliranje i izvođenje otplate dugovanja
- Struktura ugovora & Modeliranje i izvođenje kamatnih stopa
- Napredna OOP za finansijska tržišta
- Futures ugovori i izbor tržišne strategije

Finansijski inženjering je ujedno i važna profesija na području finansijskog poslovanja u industriji. Finansijski inženjering je izrađen na analitičkim temeljima i predstavlja naučnu disciplinu koja je težišno zasnovana na teoretskim osnovama savremenih finansija. Finansijski inženjering zahteva opsežna ali i specifična znanja finansijskih instrumenata i tržišta uključujući i poznavanje pravila oporezivanja i informacionih tehnologija. Začuđujuće je, da se stručnjaci iz finansijskog inženjeringa takođe angažuju na poslovima na blagajnama nefinansijskih korporacija kao i u javnim institucijama. Na tržištu kapitala, stručnjaci iz finansijskog inženjeringa su odgovorni za struktuiranje i marketing kompleksnih finansijskih proizvoda, razvijajući sofisticirano trgovanje i strategije risk menadžmenta, i inženjeringa optimalnih rešenja za širok spektar kompleksnih finansijskih problema sa kojima se suočavaju akcionarska društva, državne i lokalne vlasti, međunarodne agencije i suverene vlade. Finansijski inženjeri u svom radu primenjuju matematičke modele upravljanja rizicima u finansijama. Oni se generalno zapošljavaju u bankarstvu i finansijskoj industriji, uključujući finansijska tržišta te u investicijskim bankama, osiguravajućim i akcionarskim društvima i u regulatornim agencijama. Finansijski inženjeri koriste različite matematičke instrumente u cilju stvaranja novih investicionih strategija. Novi proizvodi koji nastanu kreacijom finansijskih inženjera mogu poslužiti kao modeli rešenja za mnoge probleme

u finansijskom poslovanju ili isti mogu poslužiti da verovatnoća uvođenja potencijalnih investicija bude na najvišem nivou.

Laboratorijska istraživanja finansijskog inženjeringa su otpočela 1999. godine posle razvoja inovativnih metodoloških alata koje koristi finansijski inženjering.

Danas postoji hronični nedostatak stručnjaka iz finansijskog inženjeringa koji su profesionalci na tom području, a posebno za onima koji su osposobljeni u korišćenju/primeni matematičko-kompjutorskih tehnologija i koji su eksperti na području finansija.

Od stručnjaka iz oblasti finansijskog inženjeringa - finansijskih menadžera - zahteva se i traži praktična primena svih znanja i veština u realnim životnim situacijama, kao što su:

- sposobnost za vešto održavanje sastanaka sa eminentnim predstavnicima iz uglednih privrednih društava,
- sposobnost donošenje raznovrsnih kvalitetnih i validnih odluka u podršci sistemima u kojima imenovani rade,
- sposobnost za analiziranje specifičnih problema i pronalaženja adekvatnih optimalnih rešenja za iste,
- sposobnost trenutnih procena i utvrđivanje vrednosti kurseva stranih konvertibilnih valuta za zamenu,
- moraju posedovati veoma obimna tehnička znanja i posedovati iskustva u matematičkom modelovanju i primeni brojnih tehnika dizajniranja i operativnih sistema,
- sposobnost za iznošenje predloga rešenja za konkretna stanja, pitanja i probleme, i
- sposobnost da se utiče na smanjenje većine rizika firme kao i da se utiču na smanjenje rizika prilikom uplata kredita klijenata preko kreditnih kartica.

Samo po sebi je razumljivo da se od istih traži da su vešti u poslovima verbalne prezentacije poslovnim partnerima i sponzorima kao i u izradi izveštaja u pisanoj formi.

Za sticanje zvanja MASTER u finansijskom inženjeringu potrebno je završiti najmanje 4 od dole navedenih kurseva:

• Finansijsko modeliranje I
• Finansijsko modeliranje II
• Finansijsko modeliranje III
• Upravljanje rizicima tržišta /Market Risk Management/
• Upravljanje rizicima privrednog društva /Enterprise Risk Management/
• Izvođenje finansijskih redovnih analiza /Financial Time Seies Analysis/
• Ekonomske analize
• Računske finansije I /Computational Finance I/
• Računske finansije II /Computational Finance II/
• Računske finansije III /Computational Finance III/

Kvalitativni opis finansijskog inženjeringa najbolje daje francuski zakon o bankama iz 1948. godine, po kome se praktično finansijski inženjering definiše kao set finansijskih usluga usmerenih da olakšavaju osnivanje i razvoj privrednih društava, uključujući i savete i pomoći u procesu finansijskog upravljanja.[422]

Sudeći po izveštajima većine bankara, do sada su u finansijskoj praksi postojale četiri bankarske funkcije, i to:

- Bankarsko posredovanje koje implicira prikupljanje depozita i odobravanje kredita,
- Upravljanje sredstvima plaćanja,
- Trgovanje hartijama od vrednosti i finansijskim instrumentima na primarnom i sekundarnom tržištu za račun klijenata i
- Pružanje usluga komercijalnog karaktera.

Potrebno je dodati još tri koje su postale obavezne u savremnom dobu:

- devizne operacije,
- usluge sefova i
- finansijski inženjering.

Finansijski inženjering je, u tom kontekstu, postao forma posredovanja u strukturi inovativnih poslova. Svako privredno društvo zahteva i iznalazi sofistikovane finansijske inovacije i za to su im potrebne banke. Dogovor o međusobnom finansiranju preko komercijalnih papira potrebno je da se obrate bankama (iako prividno žele zaobići banke) da bi dobile domiciliranje papira, ustvari radi dobijanja jemstva, nego da bi uspele da plasiraju ove papire. Tu banka na diskretan i koristan revanš kompenzuje, u izvesno meri, kamate koje nije naplatila. Zato je neto - proizvod od provizije veći od kamatne marže i portfolio dobitaka kod svih savremenih evropskih banaka, koje sve više od depozitivnih i kreditnih ustanova postaju institucije koje finansiraju.

Postoje dva osnovna oblika finansijskih sistema:

- Finansijski sistemi koji su orijentisani prema bankama (Nemačka, Francuska, Japan - kod ovih finansijskih sistema najveći deo ponude i potražnje za finansijskim sredstvima realizuju se posredstvom banaka).
- Finansijski sistemi koji su orijentisani prema berzama (Velika Britanija i SAD - kod ovih finansijskih sistema ponuda i potražnja finansijskih sredstava realizuje se preko berzi).

Osnovni elementi svakog finansijskog sistema su: finansijsko tržište (tržište novca i kapitala); finansijski instrumenti (instrumenti duga - dužnički – dužnički finansijski od vrednosti (vrednosni papiri), i finansijske institucije i učesnici finansijskog sistema (to su centralna banka, komercijalne banke, penzioni fondovi, osiguravajuća društva itd.).

Finansijski menadžment možemo posmatrati kroz povezanost svih osnovnih funkcija privrednog društva - nabavne, proizvodne, prodajne i finansijske funkcije.

---

[422] Finansijski inžinjering u funkciji efikasnog privređivanja, Dimitrić Mira, Zbornik Radova Ekonomskog fakulteta, Rijeka 1991.

U tom smislu finansijski menadžment ili upravljanje finansijama privrednog društva uključuje sledeće finansijske funkcije:

- finansijska politika,
- finansijsko planiranje,
- finansijska organizacija,
- finansijska evidencija, analiza i kontrola,
- finansijske informacije.

Aktivno upravljanje finansijama privrednog društva je uslov opstanka i njegovor razvoja, a ono obuhvata:

- aktivno upravljanje realnom i finansijskom imovinom (aktivom) privrednog društva,
- upravljanje rizicima s kojima se privredno društvo susreće,
- upravljanje svim finansijskim operacijama (poslovima),
- organizaciju finansijske funkcije u onom obliku koji privrednom društvu omogućava stvaranje profita,
- upravljanje dugoročnim (investicionim) ulaganjima,
- korišćenje povoljnih poslovnih prilika a izbegavanje negativnih okolnosti koje mogu uticati na gubitak privrednog društva.

E. Područja odgovornosti svakog finansijskog menadžera su:

- isplativost ulaganja,
- upravljanje gotovinom (keš menadžment),
- odnos s bankama,
- upravljanje uzetim i datim kreditima,
- izdaci za dividende,
- finansijska analiza i planiranje
- odnos s investitorima,
- upravljanje imovinom,
- upravljanje rizicima.

Sva privredna društva imaju, više ili manje, potrebu bankarskog posredovanja za aranžiranje finansijskog projekta, za finansiranje međunarodne trgovine, za poslove akvizicije fuzije za aranžiranje operacija sa swap-arnžmašma, za upravljanje gotovinom i pokriće rizika, kamatne stope i deviznog kursa.

Upravljanje gotovinom (cash management) jeste važan segment finansijske ingenioznosti bankara koji pružaju savete zainteresovanim privrednim društvima za finansijske plasmane (i, posebno za plasmane gotovine) i za profitonosno rukovanje finansijskim sredstvima. U tome je i tajna “finansijskog proizvoda”, koji proizvodi dobit.

I pored toga, estetska hirurgija bilansa jeste biser finansijskog inženjeringa. Banka u takvoj situaciji pomaže, pronalazi rešenja, savetuje, predlaže, pruža tehničku pomoć.

F. Zadaci finansijskog inženjeringa mogu da se definišu na osnovu potreba koje proističu iz sledećih finansijskih oblasti: potreba za praćenjem savremenih trendova u međunarodnom bankarstvu i finansijskim inovacijama koje globalna finansijska tržišta i međunarodne banke svakodnevno lansiraju; potreba za razumevanjem specifičnosti konvencionalnih bankarskih aktivnosti u uslovima globalne međunarodne konkurencije, sa akcentom na inovativnim proizvodima i uslugama investicionog bankarstva, agresivnim strategijama investiranja u derivate; potrebe za razumevanjem i vrednovanjem proizvoda finansijskog inženjeringa, kao i međunarodni portfolio investiranja; potrebe za praćenjem naučnih saznanja o standardnim poslovima sa stanovništvom i privredom, poznavanje poslovanja sa suverenim dužnicima, a naročito tržišnih modalitete za upravljanje potraživanjima od suverena.

Takođe, jedno od glavnih savremenih područja delovanja finansijskog inženjeringa je i neprestano ukazivanje na specifičnu korisnost (ili na dolazeća ograničenja i rizike) finansijskog poslovanja sa izazovima i pretnjama koje donosi savremena globalna finansijska kriza.

Finansijski inženjering ima sledeće zadatke:

- da osigura finansiranje privrednog društva,
- da predloži nove procedure finansiranja,
- da pripremi nove operacije koje osiguravaju finansiranje,
- da aranžira finansiranje projekta.

Za finansiranje inženjeringa privrednog društva, bankar aranžira euro-emisije i davanje euro-kredita, uvodi njegove akcije na berzu, određuje početne cene kotiranja zajedno sa berzanskim brokerom, itd.

Ono što je tipično za preduzetništvo i menadžment u uslovima tržišnog poslovanja, jeste neizvesnost i rizik. Rizici, kao verovatnoća neuspeha, su mnogobrojni. Zadatak je preduzetnika i menadžera da se osposobe da znaju upravljati sa rizikom, a na način da se oni minimiziraju. Ne treba zaboraviti da je strah od rizika najveći rizik u preduzetništvu. To znači da je najveći rizik biti nesposoban preuzeti rizik i izraditi preduzetnički projekat koji treba pretvoriti u delo.

Ovaj projekat često se naziva poslovni (business) plan.

Nepostojanje preduzetničkog plana dovodi do nepredvidivih poteškoća i upadanja u finansijske krize. Kada jednom nastupi finansijska kriza, ona se teško eliminiše i ostavlja trajne posledice. Preduzetnici - pioniri u početku svoga rada manje misle na novac, a više misle na profit. Oni još uvek ne shvataju da je za uspešno privredno društvo potreban određeni novac, koji se mora osigurati u kontinuitetu, kako bi se normalno odvijao poslovni proces.

Finansijski posmatrano, može se reći da je za poslovanje i razvoj svakog, pa i malog privrednog društva, potreban kontinuiran priliv finansijskih sredstava, a ne samo njihova potrošnja. Novac se teško pronalazi, po pravilu je skup, menadžeri gube mnogo vremena na njegovom pronalaženju i zapostavljaju svoje redovne aktivnosti.

Finansijski plan bio bi bespredmetan da nije naslonjen na poslovne funkcije u privrednom društvu. Zbog toga se radi kompleksan plan privrednog društva, kako bi ono moglo da se razvija i uspešno posluje. Mora se uraditi tako da bude prihvatljiv za investitora, kreditora, dobavljača i, naravno kupca.

Svaki projekat počinje od ideje. Preduzetnički projekat počinje od ideje i tržišta. Projektovanju predstoji čitav niz analiza: analiza ličnih sposobnosti i slabosti, iskustva, resursi, tržište, konstrukcija finansiranje itd.

Pojedine tačke projekta su:

- Naslovna strana - po pravilu treba biti dizajnirana, sa nazivom, adresom i kontakt podacima firme. Ova strana, takođe, sadrži naslov preduzetničkog plana sa istaknutim brojem izrađenih primeraka i nazivom primaoca projekta.
- Uvodne stranice - sadrže pregled sadržaja projekta.
- Podaci o investitoru - podaci o firmi, organizaciona struktura investitora, osnovni pokazatelji poslovanja.
- Opis i svrha preduzetničke ideje - opis proizvoda i usluge, podobnost preduzetnika, zaštita okoline, materijalne i prostorne mogućnosti.
- Analiza tržišta - tržište potražnje, tržište ponude, apsorpciona moć tržišta, procena tržišnog pozicioniranja.
- Procena rizika - zakonski izvori, izvori finansiranja, ljudski potencijali, način naplate i ostali rizici.
- Tehničko-tehnološke karakteristike - opis procesa rada, specifikacija mašina i opreme, kapaciteti postrojenja, ulazne sirovine i materijali, energetski ulazi.
- Lokacija - mikro i makro lokacija.
- Kadrovski resursi - reference o menadžment timu, struktura postojećih zaposlenih radnika i struktura projektovanja.
- Kadrovski i finansijski pokazatelji - struktura, dinamika i veličina investicionih ulaganja, izvori finansiranja, bilansi stanja, ocene profitabilnosti, likvidnosti itd.
- Garancije - vlasnički list, overena procena nekretnine ili druge imovine, polisa osiguranja, certifikati o depozitu, garanti, menice itd.
- Zaključak - daju se sažeti pregledi parametara preduzetničke ideje.
- Dodaci - navode se podaci koji se prilažu projektu.

Za veće preduzetničke projekte radi se biznis plan. Često se kaže da će dobra ideja uvek naći realizatora, čak i u lošim vremenima. Razvoj dobrog poslovnog plana je od suštinskog značaja i za preduzetnika i investitora. Investitori traže sveobuhvatan poslovni plan da bi bili sposobni da izaberu vredne projekte. Da bi uverili investitora u njihovu izuzetnu poslovnu ideju, preduzetnici će morati uložiti mnogo vremena i energije u pripremu poslovnog plana. Poslovni plan nije samo nešto što preduzetnik treba da bi došao do novca. On će mu, takođe, pomoći da razjasni svoje strateško razmišljanje u ranoj fazi i formira mapu puta za budućnost biznisa. Poslovni plan mora predstavljati realističke/ostvarive prodaje i

projekcije profita/gubitka koje su zasnovane na činjenicama. Investitori vrednuju finansijske projekcije na mesečnom ili kvartalnom nivou za jednu godinu ili duže.

Sadržaj poslovnog plana zavisi od vrste poduhvata koji se pokreće a koji se odnosi na određenu industrijsku granu kojoj pripada privredno društvo. On zavisi i od nivoa razvijenosti novog poduhvata i dr. Stvarna struktura sadržaja poslovnog plana biće uvak drugačija u zavisnosti od specifične situacije svakog poduhvata.

Tipični sadržaj poslovnog plana uključuje sledeće elemente:

- Rezime,
- Opis privrednog društva,
- Proizvodi i usluge,
- Tržište i konkurencija,
- Marketing strategija,
- Poslovni sistem,
- Pretpostavke i rizici i
- Finansijski plan.

O rezimeu treba razmišljati kao o poslovnom planu u malom. Svrha rezimea je zaokupiti pažnju investitora da ga pročitaju. Potrebno je da obezbedi sadržajan pregled celokupnih mogućnosti projekta na dve do tri strane.

Preduzetnik treba da ima u vidu da rezime treba da omogući čitaocu da shvati poslovnu logiku i organizaciju novog poduhvata, takođe treba da iskaže ključne finansijske indikatore, potreban iznos eksternog finansiranja i mogućnosti povlačenja investitora.

Finansijski plan se sastoji iz:

- finansijska istorija (ako postoji),
- finansijske projekcije,
- kalkulacija donje tačke rentabilnosti,
- kalkulacija gotovinskog toka,
- projektovani bilans stanja,
- projektovani bilans uspeha i
- potrebni izvori finansiranja.

Finansijski plan i finansijsko planiranje se sastoji od velikog broja dokumenata i elemenata koji omogućavaju preduzetniku i potencijalnim investitorima da meri ukupnu profitabilnost i likvidnost planiranog poslovnog poduhvata.

Postoji nekoliko minimalnih zahteva za svaki novi poslovni poduhvat:

- proračun cash flowa na mesečno/kvartalnoj osnovi za period od najmanje dve godine,
- projektovani (pro-forma) bilans uspeha (račun dobitka i gubitka) za prve dve godine,
- projektovani (pro-forma) bilans stanja za prve dve godine.

Proračun cash flowa ima suštinski značaj za planiranje likvidnosti/gotovine novog poduhvata. To je veoma bitno, jer će nesolventnost voditi u bankrot.

Biznis plan je jedan od načina koji se koriste za sumiranje bitnih informacija o planovima koje preduzetnici imaju za pokretanje posla.

Ovako posmatrano, on je, takođe, i način za prezentovanje poslovnih ideja investitorima. Ako se još uzme u obzir uloga koju biznis plan igra u procesu pronalaženja spoljnih izvora finansiranja, jasno je da se velika pažnja treba posvetiti njegovom sadržaju i strukturi.

Predstavlja složenu aktivnost koja se na području finansijskog poslovanja provodi u određenom vremenskom periodu, koristeći se adekvatnim metodama, principima i sredstvima, a sve u cilju ostvarenja najpovoljnijih efekata u sferi finansijskog poslovanja privrednog društva. Samim tim koncipiranje i utvrđivanje strategije i taktike dugoročnog i srednjoročnog delovanja finansijskog podsistema privrednog društva, kao jednog sistema, naziva se finansijskom politikom. [423]

S obzirom na područja delovanja finansijske politike privrednog društva može se govoriti o sledećim politikama: politici pribavljanja finansijskih sredstava, politici finansiranja proste i proširene reprodukcije, politici plasmana finansijskih sredstava, politici zajedničkih ulaganja, politici stvaranja finansijskih rezervi, politici finansiranja obrazovanja kadrova, politici utvrđivanja i raspodele ukupnog prihoda i dobiti, politici likvidnosti, politici likvidnosti na finansijskom tržištu i politici finansijske sposobnosti. Između ovih politika deluje zakon povratne sprege.

Prema tradicionalnom pristupu osnovni zadatak finansijske funkcije privrednog društva je pribavljanje potrebnih novčanih sredstava, kako bi se proces reprodukcije nesmetano odvijao. U širem smislu finansijska funkcija privrednog društva obuhvata sve aktivnosti koje proizilaze iz upravljanja tokovima novca i kapitala.

Pribavljanje novčanih sredstava je prvi korak finansijske funkcije koji je uslov za proces reprodukcije transformacijom novčanog u robni oblik imovine.

Izvori finansiranja mogu biti interni (vlastiti) i eksterni (tuđi-pozajmljeni).

Finansijska funkcija vrši disponiranje novca po osnovu: plaćanje obaveza, kupovine i prodaje deviza, podizanja i uplata novčanih sredstava sa svog računa kod banke, kupoprodajom hartija od vrednosti, itd.

G. Procena vrednosti privrednog društva i njegova privatizacija su moderne operacije finansijskog inženjeringa. Akvizicija - cesija privrednog društva, otkup privrednog društva tehnikom LMBO ("leveraged management by out"), finansijsko koncentrisanje ili razdvajanje privrednog društva, spajanje i prenos privrednog društva, traženje finansijskog partnerstva, finansijsko restrukturiranje privrednog društva, formulisanje javnih ponuda za preuzimanje privrednog društva, utvrđivanje operacija za finansiranje, plasmane i upravljanje finansijskim sredstvima i diversifikacije finansijske strukture privrednog društva jesu general-

[423] Internet stranice:www.google.com/financial engineering/

ne funkcije finansijskog inženjeringa, koji kroz poslovni nastup, treba da osigura razgranatu saradnju u transferu znanja i prenošenja iskustva.

Akumulisano iskustvo, kupovina tehnologije i stečeno znanje u njihovom transferu kreiraju uslove za formiranje sopstvene organizacije finansijskog inženjeringa i njihova delatnost u perspektivi treba da inkorporira:

1. izradu studija razvojnih mogućnosti sa finansijskim konstrukcijama,
2. izradu predinvesticionih programa sa pratećom infrastrukturom,
3. ekonomska, finansijska i marketinška istraživanja,
4. finansijska ulaganja (kratkoročna i dugoročna, interna i eksterna) sa samofinansirajućim i zajmovnim implikacijama i
5. ocenu profitabilnosti sa oplodnjom kapitala i godišnjim prinosima (finansijskim).

Razvoj finansijskog inženjeringa treba da objedini sve učesnike od izvođača do finansijera[424]:

- davaoce licence,
- proizvođače opreme,
- izvođače montažnih i građevinskih radova,
- projektne organizacije,
- proizvodne sisteme procesne industrije,
- banke, finansijske organizacije, i institucionalne investitore (penzione fondove, osigurava-juće kompanije, investicione fondove i finansijske kompanije),
- uvozno-izvozna privredna društva,
- institute, fakultete i naučno-istraživačke institucije i razvojne organizacije, i
- inostrane inženjering organizacije i konsalting firme.

Finansijski inženjering treba da je registrovan za ofanzivan nastup na domaćem i inostranom tržištu, pod uslovom da je sačinjen čitavom paletom inženjering poslova (od organizovanog spektra izvođačkih radova preko specijalizovane proizvodnje opreme do kompletnog finansiranja).

Registrovan finansijski inženjering zajedno sa poslovnim inžinjeringom treba da obavlja:

- rukovođenje izgradnjom,
- baznim i detaljnim inženjeringom,
- isporukom, inspekcijom i terminiranjem opreme,
- izgradnjom postrojenja,
- projektovanjem i nadzorom izgradnje,
- predstartnim poslovima, startovanjem i uhodavanjem postrojenja,
- obukom i specijalizacijom kadrova,
- organizacijom proizvodnje, održavanjem i laboratorijom,
- proizvodnjom i održavanjem postrojenja u dužem periodu i
- konsalting uslugama.

---

[424] Journal of Financial engineering, Vol 3 No 3, September/December 1994. Donna Fletcher and Jahangir Sultan Bentley College.

H. U engleskoj terminologiji "hedging" označava smanjenje (ili čak eliminaciju) rizika. To pitanje je uvod u osnovne finansijske rizike, za investitore koje se suočavaju sa bankama i ostalim finansijskim institucijama i/ili pitanje koje se postavlja pred banke i ostale finansijske institucije.

Po tom pitanju treba naučiti i potpuno shvatiti ulogu i važnost funkcionisanja procesom upravljanja rizicima u finansijskim institucijama.

Preduzetničko upravljanje rizicima /"Enterpricse Risk Management" (EKM)/ je disciplina oporezivanja, organizovanja, kontrole, eksploatacije, finansiranja i monitoringa aktivnosti organizacije u cilju ostvarivanja optimalnih efekata i očuvanja vrednost baznih vrednosti i postignuća organizacije od rizika.

Bez finansijske službe svake firme, preduzetničko upravljanje rizicima delimično bi produžilo i proširilo procese identifikacije, otežalo bi određivanje količina, monitoringa, otežalo bi procese ublažavanja negativnosti na tržištu organizacije, otežano bi bilo kreditiranje te bi se povećali operativni rizici na širem prostoru kao što su rizici od slučajnih gubitaka, strategijski gubici, legalni gubici, gubici pozitivne reputacije organizacije te ostali manji prominentni rizici.

Svi utvrđeni faktori jemstva finansijskog poslovanja ipak uključuju ali ne i ograničavaju opasnosti od raznih rizika kao što su:

- rizik od inflacije,
- rizik od visine kamatnih stopa /engl. interest rate/,
- rizik povinovanja /compliance risk/,
- devizni, valutni rizik,
- rizik usled grešaka i neispunjavanja obaveza,
- principijelni rizik od povratka novca,
- rizik ponovnog ulaganja,
- likvidnostni rizik,
- rizik u vezi zrelosti, plativosti (roka plaćanja obveznica),
- ulazni uplatni protočni rizik /Streaming income payment risk/,
- vremenski rizik ili rizik od vremena trajanja /duation risk/,
- konveksni rizik,
- rizik u određivanju kreditne sposobnosti,
- politički rizik,
- carinski, poreski rizik, i
- tržišni rizik.

Tržišni rizik je posebna disciplina unutar upravljanja rizicima privrednog društva koji su fokusirani na moguće rizike koji se mogu pojaviti kod promena cena na finansijskom tržištu i drugim obavezama (ili udruženi sa promenama vrednosti, tipično dominantnih promena, koji uključuju i ostale takozvane "grčke" parametre).

Preduzetničko upravljanje rizicima /Enterprise Risk Management (ERM)/ je disciplina procene, oporezivanja, organizovanja, kontrole, eksploatacije, finansijskih aktivnosti i monitoringa u firmama, koje žele neutralizirati negativ-

ne efekte od rizika ili ih optimalizirati u odnosu na sve bazne vrednosti i postignuća firme. Kroz procese identifikacije, kvantifikacije, monitoringa i ublažavanja postojećih efekata organizacije na tržištu, davanje kredita i ostalih operativnih rizika finansijski inžinjering može presudno da utiče da li će nastupiti gubici, koji mogu imati strateški značaj, gubitak legalne reputacije odnosno da doživi ili ne i ostale prominentne rizike.

Rizik povinovanja /Compliance risk/ je rizik koji nastaje kada kapital popusti pred rastućim nepovoljnim trendovima koji su posledica povećanih rizika usled donošenja novih zakona ili pravila ponašanja, nametnute nepovoljne prakse, internih pravila ili etičkih standarda, promena u režimu rada centralnih banaka, odnosno rada u neproverenim uslovima poslovanja koji mogu nepovoljno uticati na poslovanje. Ova vrsta rizika može dovesti do gubitka reputacije, smanjenja obima i vrednosti kapitala, uticati na smanjenje obima poslovanja, smanjiti potencijal privrednog rasta i uticati na nesposobnost u ostalim područjima poslovanja.

Ljude koji interesuje berza, investicioni i penzioni fondovi, bankarstvo, risk menadžment i upravljanje rizicima u bankama, finansijski inženjering je najbolje mesto gde se stiču znanja koja im trebaju pošto ima veze sa poslovnim opredeljenjem što ne treba propustiti kada to drže ljudi koji su stvarno stručni te da oni koji uče konačno nauče nešto što mogu u praksi da primenjuju.

Naučne ustanove angažuju vrhunske stručnjake za pomoć u nastavku dogradnje vodećih svetskih alternativnih firmi za investiranje. Prateći njihov uhodani put i naporan rad, oni oprezno i smireno nagrađuju njihove vrline odnosno one koji su najbolji.

Za prave pojedince, ta prilika predstavlja blistavu karijeru na poslovima iz oblasti investiranja i istraživanja.

I. Osnovne dužnosti finansijskog inženjeringa su: izrada prototipova, dobijanje povratnih testova i implementacija tražišne strategije; kreiranje alata i analitičko delovanje, kao i maniputacija sa konkretnim podacima; istraživanje i statistička analiza konkretnih vrednosti na finansijskim tržištima; analiziranje i modeliranje baze podataka; rad sa brojnim istraživačima u održavanju i nadogradnji postojećih modela, programa, i aplikacija, i razvijanje algoritama i modela koji se neprestano dorađuju prema promenljivim karakteristikama tržišta.

Kvalifikacije koje su potrebne u finansijskom inženjeringu su:

- Sposobnosti za tačnom implementacijom pravila.
- Sposobnosti rada sa jednim ili više statističkih paketa (npr. Splus, MatLab ili R);
- Sposobnosti demonstriranja i primene empirijska pravila;
- Sposobnosti analiziranja velike baze podataka.
- Sposobnosti za rad u složenom, zahtevnom i visokom tehničkom okruženju.
- Pravilna i odlučna pismena i verbalna komunikacija.

- Prethodna iskustva u finansijskim poslovima.

Program osposobljavanja stručnjaka iz finansijskog inženjeringa je rigorozan, zahtevan, i selektivan. Cilj je da isti postanu vrhunski majstori ili stručnjaci u kompjuterskoj nauci. Prethodna znanja i odgovarajući nivo odnosno kvaliteti objavljenih stručnih radova iz oblasti finansija, finansijskog inženjeringa, ekonomije, statistike, matematike, operativnih istraživanja, fizike te srodnih polja, su veliki plus za svakog kandidata. Studenti iz finansijskog inženjeringa uče da primenjuju matematičko modelovanje upravljanja rizicima u finansijskom poslovanju. Da bi to radili, oni moraju biti potpuno upoznati sa bankovnim poslovanjem i finansijskom industrijom, uključujući finansijska tržišta, investicije banke, osiguravajuća društva, poslovanje privrednog društva i regulatornih agencija. Nezamisliv je proces učenja o finansijskom inženjeringu bez znanja o upravljanju rizicima, koji čine celinu. Na prestižnim univerzitetima u svetu, studentima iz finansijskog inženjeringa se nude favorizovana iskustva Wall Street-a uz promovisanje znanja finansijskih službi uspešnih firmi spojenih sa ekskluzivnim talentom studenata i vrhunskim akademskim istraživanjima na univerzitetima.

Finansijski inženjering zahteva umeđa i znanja iz primene dizajna, analitičkog pristupa stvarima kao i konstruktivnom načinu razmišljanja tokom svog rada. Odgovarajući nivo odnosno kvaliteti objavljenih stručnih radova iz oblasti finansija, finansijskog inženjeringa, ekonomije, statistike, matematike, operativnih istraživanja, fizike te srodnih polja su veliki plus za svakog kandidata. Kroz izradu zajedničkih projekata profesora i studenata, studenti se upoznaju sa širokim spektrom informacija u procesu svoga osposobljavanja. Program obuhvata kvantitativne i analitičke predmete kao i dodatne važne priloge sa težištem na finansijama. Akcenat je dat na donošenje pravilnih zaključaka kod tih studenata orijentisanih ka razvoju finansijskih proizvoda, pre svega novim bezbednosnim merama za povećanje kapitala, novim finansijskim pravilima (kao u slučaju banaka i osiguravajućih društava) te primeni drugih inovativnih instrumenata, oslanjajući se pri tome na finansijski inženjering. [425]

Međunarodno udruženje finansijskih inženjera zove se IARE /International Association of Financial Engineers/.

Institut finansijskog inženjeringa je IFE /Institute of Financial Engineering/ kao centralizovano finansijsko savetodavno telo za pružanje i prodaju usluga i proizvoda po konkurentnim cenama.

Postoji i međunarodni časopis za finansijski inženjering pod nazivom: "JOURNAL OF FINANCIAL ENGINEERING", koji na svojim stranicama obrađuje sva karakteristična pitanja finansijskog inženjeringa.

S obzirom da je finansijski inženjering je proces primene matematičkih finansija i kompjutorskog modeliranja pravila u cilju određivanja cena, hedginga-a, trgovanja te portfolio upravljanja odlukama, sve to zahteva naučni pristup.

---

[425] Finansijski menadžment, Ž. Ristić, S. Komazec, R. Klincov i J. Marković, Univerzitet za poslovne studije, Banja Luka, 2006.

Upravo zbog toga biti u finansijskom inženjeringu znači kontinuirano pratiti proces sticanja novih naučnih saznanja i korisnih informacija, analizirati pozitivnu i negativnu praksu na tržištu finansija, kako bi se mogli ispuniti svi zahtevi koje savremeno tržište rada i kapitala traži. Svako stagniranje ukazuje na slabosti u poslovanju i za zaostajanjem za konkurencijom koja time stiče prednost na tržištu.

Finansijski inženjering je relativno mlada naučna disciplina koja se je pojavila u poslednjih 20 godina sa tendencijom stalnog razvoja i prilagođavanja novim izazovima. Finansijski inženjering ima svoja teorijska polazišta, ima definisane funkcije ekonomiziranja finansijskom masom i razjašnjenu ulogu i značenje u upravljanju projektima. Postupci i metode financijskog inženjeringa odgovaraju na pitanje optimalne financijske konstrukcije, evaluacije – vrednovanja projektnih varijanti u uslovima neizvesnosti, izbora finansijski najefikasnijeg investicijskog projekta i izbora optimalne kombinacije investiranja uz ograničena finansijska sredstva.

Kroz utvrđene definicije finansijskog inženjeringa i objašnjenje termina te utvrđenog koncepta stručnih pojmova koji su izvedeni, upravljanje rizicima, novim finansijskim proizvodima i tehnikama koje su specifične na polju finansijskog inženjeringa, time je finansijski inženjering nedvosmisleno postao samostalna naučna disciplina koja ima svoju budućnost. Niko se ne razvija brže na području finansija od finansijskog inženjeringa. Novi (ili nanovo imenovani) finansijski instrumenti u finansijskom inženjeringu daju elan ljudima koji rade na području finansija.

Zbog toga, raditi na poslovima finansijskog inženjeringa nije nimalo jednostavan posao jer isti traži puno angažovanje, širok spektar znanja iz mnogih naučnih disciplina, spoj rada sa ljudima i savremene tehnologije i ujedno spremnost na suočavanje sa svim preprekama na planiranom putu razvoja firme za koju se radi.

Primenjujući razne metode sigurnosti poslovanja i drugim metodima, finansijski inženjering ostvaruje preciznu kontrolu nad finansijskim rizicima koje uzima pod svoj nadzor. Ti rizici iako mogu biti veoma nepovoljni ili široko prisutni, mogu pomoću finansijskog inženjeringa biti potpuno ili u velikoj meri neutralisani ili smanjeni na prihvatljivu meru. Gledano sa strane finansijskih tehnologija, finansijski inženjering deluje i koordinira između personala na kapitalnim tržištima, operativnog personala i tehnologa odgovornih za primenu i tehničku podršku vitalnih funkcija modernog finansijskog tržišta.

Može se reći da je finansijski inženjering jedna važna profesija u službi finansijske industrije. Finansijski inženjering je izgrađen na iskustvenim i analitičkim osnovama, ali, on je i naučna disciplina koja se izdigla iznad pukog teoretskog pristupa finansijama. Finansijski inženjering nije niti samo teorija, on je i u praksi dokazao da je nezaobilazan i bitan faktor uspešnog finansijskog poslovanja svih relevantnih finansijskih subjekata u svetu biznisa.

Glavna područja delovanja i razvoja finansijskog inženjeringa u budućnosti su:

- Analiza konkurentske strategije - omogućavanje uspešnog investiranja u uslovima krize, jake konkurencije, hedging-a i predviđanja;
- Analize sigurnosti ulaganja privrednog društva;
- Analiza ekonomskih i finansijskih rizika u javnim i privatnim investicijama;
- Razvoj elektronskog marketinga - određivanje cena, strukturiranje kapitala i ekonomsko poslovanje sa težištem na tržištu energenata;
- Razvijanje napredne tehnike modelovanja u finansijama primenom Exel i VBA na tri najvažnija područja finansija: otplate, ugovori i osiguranja te izbor najbolje opcije;
- Razvijanje finansijskih instrumenata za određivanje cena implementacijom robusnog i fleksibilnog software za aplikaciju, primenom C++;
- Razvijanje menadžmenta u trgovanju sa profitabilnim nastupima na globalnim tržištima;
- Osvajanje poslovanja na prestižnim bond tržištima,
- Izvođenje i implementacija odgovarajućeg modela cena za kredite,
- Praćenje informacija o najnovijim oblicima izvođenja kredita, o obaveznim dužničkim odnosima (CDOs) i strukturiranje kreditnog proizvoda,
- Primena kvantitativne ili računske finansije/obračunavanje novčanih sredstava,
- Analiza modela tržišta - analiziranje finansijskih podataka sa tržišta,
- Razvijanje praktičnih vodiča za predviđanje situacija na finansijskom tržištu, i dr.

Profesija i naučna disciplina - "finansijski inženjering" - imaju veliku perspektivu. Bez obzira na ekonomsku krizu ili ekonomski prosperitet, u vremenu koje dolazi oni će biti jedna od osnovnih poluga napretka savremenog i uspešnog finansijskog poslovanja.

6. STRATEGIJSKI MENADžMENT

Strategijski menadžment prezentuje moderan stil upravljanja organizacijom, koji polazi (poput strategijskog planiranja) od kompleksnog biznis okruženja u kome se definišu ciljevi i sredstva za njihovo ostvarivanje, odlučuje o strategijama i planira realizacija optirane poslovne strategije u strukturi alternativnih strategija.Strategijski menadžment komponuju (1) analiza okruženja, (2) plani-ranje pravaca akcije. (3) planiranje strategije i (4) sprovođenje strategije.[426]

[426] Dr Milićević Špoljanić, Model strategijskog menadžmenta, Direktor 6-8/91. str. 10

$$M=Bm$$
$$B=B+E$$
$$B_d \geq B_c+B_n+B_m+B_o$$
$${}_cE_n={}_cE_p-{}_cE_o$$
$$m=1/c$$
$$t=1-d+e$$
$$c=r+g+{}_cdm+{}_cd+de$$
$$d=D/K$$
$$e={}_cE_n/K$$
$$r=R/K$$
$$g=G/K$$
$${}_cdm={}_cDM/K$$
$$d=cD/k$$
$$de=DE/K$$

Izvor: G. Greenley, Strategic Management, Prentice Hall , New York, London, Toronto, Sydney,Tokyo. 1989, str. 18.

Analnza okruženja implicira analizu eksternog i internog okruženja kako bi se dobile neophodne informacije o ukupnoj snazi organizacije, resursima i razvoju poslovnih funkcija firme, s jedne strane i konkurenciji (analiza kompetetivnosti i konkurenata), tržišnoj strukturi, prognoziranoj prodaji, platežnoj sposobnosti kupaca, ponašanju potrošača i segmentaciji tržišta, s druge strane.[427]Druga komponenta u modelu strategijskog menadžmenta se odnosi na planiranje pravaca akcije koji su determinisani mnoštvom promenljivih iz okruženja. Najpre se formuliše misija organizacije koja sažima svrhu postojanja i filozofiju organizacije i daje šire indikatore za pravac delovanja. Misija predstavlja iskaz, odnosno formalno objašnjenje prirode poslovanja preduzeća i odnosi se na suštinu razloga postojanja organizacije. Pri tome se polazi od šireg određivanja mogućih sektora poslovanja. Ovo imilicira i prepspitivanja područja korišćenja postojećih resursa ili eventualnog obezbeđenja dodatnih resursa radi angažovanja u drugim sektorima. Na ovaj način poseban značaj formulisanja misije firme je stvaranje dugoročne vizije, odnosno razmišljanje koje se odnosi na područje šire od tekućeg poslovanja, što daje mogućnost uspešnog korišćenja metoda scenarija. Pored toga bitna karakteristika misije je njena tržišna orijentacija, odnosno orijeitacija ka zadovoljavanju zahteva kupaca. Kriterijumi koji bi trebalo da budu uključeni u samu formulaciju misije organizacije su: osnovna definicija, proizvoda ili usluge, definicija kupaca i tržišta, zatim, tehnologija, rast i profitabilnost, filozofija preduzeća. odgovornost prema društvu i javni imidž".[428]

U strategijskom menadžmentu ciljevi firme su hijerarhijski, i po pravilu su vezani za ubrzanje rasta, povećanje efikasnosti i racionalnosti, rast profitabinosti,

[427] B.A. Eales, Financial risk, Management, Mc Graw-Hill, N.York, 1995
[428] Ibidem, str 11.

povećanje odgovornosti prema zaposlenima i prema društvu (plate i porezi). Centralni ciljevi su ipak "vezani" za korisnost, kvalitet, dizajn i pouzdanost proizvoda. za tzv. vođstvo na tržištu (koje se obično meri konkurentskom pozicijom, stepenom inovativnosti i nivoom tehnoloških unapređenja) i za širenje tržišta (koje se iskazuje povećanjem broja tržišta, povećanjem broja zemalja i povećanjem broja grupa kupaca).

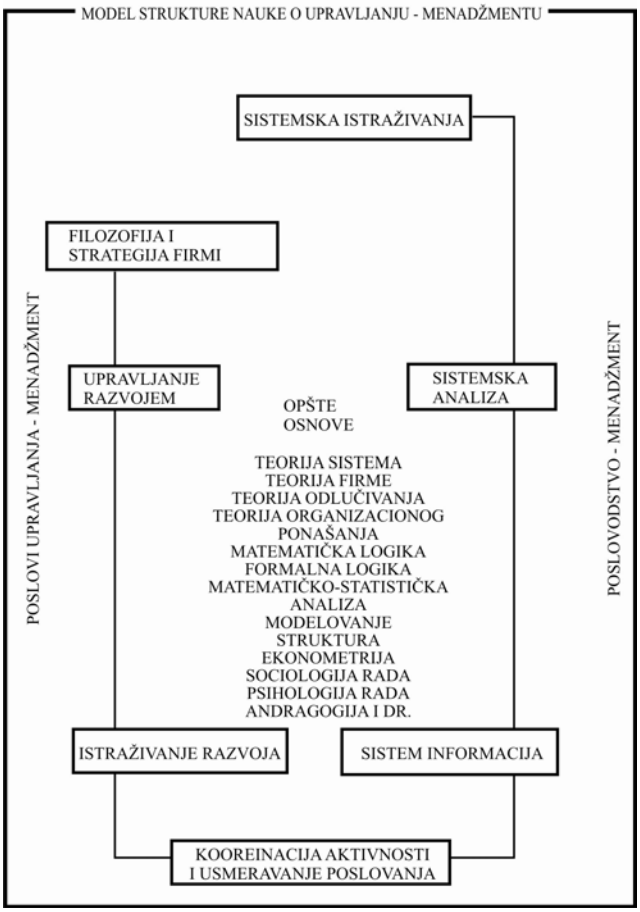
U strategijskom menadžmentu posebno mesto zauzimaju vrednosti i očekivanja, koje su izuzetno važne za sam proces donošenja odluka u pojedinim potezima menadžmenta.

Planiranje u strategijskom menadžmentu je, isto tako, važna faza, koja implicira formulisanje alternativiih strategija i korišćenja metoda za donošenja odluka u vezi sa selekcijom strategije (u zavisnosti od strukture organizacije) i sa ostvarivanjem pravaca akcije kompanije. Određivanje alternativne strategije zavisi od snage i resursa firme, od okruženja, od menadžerskog tima. "U literaturi postoji više klasifikacija alternativnih strategija. Relevantne su one koje se baziraju na istraživanjima H. Ansoff-a koji izdvaja četiri glavne komponente u formulisanju strategije korporacije: domen proizvod - tržište, matrica vektora rasta (penetracija tržišta, razvoj proizvoda, razvoj tržišta i diverzifikacija), konkurentska prednost i sinergija. Neki autori su, polazeći od ove koncepcije, dodali strategiju bez rasta i strategije povlačenja.

Alternative koje je dao M. Porter polaze od načina na koji preduzeće konkuriše na tržištu: vođstvo u troškovima (positzanje nižih troškova u odnosu na konkurente bez smanjenja kvaliteta i pogodnosti ponude), diferenciranje i fokusiranje (usredsređenost na određeni tržišni segment)".[429]

Proces planiranja strategije apsolvira se izbor buduće strategije, koja je fundirana na sposobnosti firme da ostvari rast. Selekcija se vrši na bazi ocene rizika vrednosne odluke menadžera. Selekcija i izbor strategije se, u krajnjoj instanci, svodi na sledeće tri faze, i to: (1) analiza, (2) konkurencija i (3) selekcija. U prvoj fazi, tj. analizi koriste se portfolio modeli za rekonsideraciju prethodne i sadašnje strategije (stare i nove strategije), prošle i buduće strategije, i sadašnjeg, prethodnog i budućeg odnosa prema okruženju. Konkurentska situacija i tržišna struktura "odgovaraju" na problem pogodnosti alternative. Konačno, selekcija jeste konačna odluka menadžera, koja se vezuje za vremenski horizont.

[429] Ibidem.st. 11-12



Izvor: B. Gluščević, Savremeni trendovi tranzicije preduzeća, u Zbornik radova, "Aktuelni problemi transformacije preduzeća", Cetinje, 25-27. juni 1992. st. 112.

U strategijskom menadžmentu sprovođenje izabrane etrategije iz diversifikovane strukture alternativnih strategija observira se sa tri aspekta. i to: (1) aspekt operativnog i kadrovskog menadžmenta, (2) aspekt upravljanja ljudskim resursima i (3) aspekt kontrole i efikasnosti. Prvi aspekt podrazumeva integritet poslovnih funkcija firme. Drugi aspekt implicira sposobnost menadžera na različitim nivoima u organizacionoj strukturi. Treći aspekt, najzad, odnosi se na kontrolu profitabilnosti, kontrolu ciljeva firme (ili indirektna kontrola strategije) i na vrednosni sud menadžera, čija kreativnost posebno dolazi do izražaja kod procene efikasnosti strategijskog menadžmenta.

Karakteristike kreativnih ljudi[430]

- Intuitivni
- spremni za rizik

[430] D. Sakan, Menadžment i kreativnost, Direktor 6-8/91. str. 24.

- entuzijasti
- otvoreni za osećanja drugih
- motivisani
- nonkomformisti
- hardwokeri
- imaginativni
- sigurni u sebe
- uživaju u igranju sa idejama
- prepuni ideja
- ubedljivi
- ispoljavaju pojačan interes za žene (muškarce)
- vole nepoznato
- ne smeta im da su sami
- radoznali
- imaju interesovanje - estete
- opažaju i upijaju svet oko sebe
- samozahtevni
- dobronamerni
- nezavisni
- imaju puno informacija
- originalni

Strategijski menadžment je od posebnog značaja za razvojnu orijentaciju naših preduzeća u kojima nema kumuliranog menadžmenta. Za razvoj strategijskog menadžmenta važno je kreirati preduslove. što se prvenstveno odnosi na postojanje tržišta kao ambijenta i kao koordinacionog mehanizma, pri čemu bi kompletno tržište trebalo da inkorporira tržište robe, kapitala, tehnologija, radne snage, znanja, informacija, menadžmenta i samih preduzeća. Ovakvo tržište predstavlja značajnog arbitra uspešnosti poslovanja preduzeća i vrši pritisak na preduzeće da bude efikasno i da se razvija.

Potrebu za afirmacijom strategijskog menadžmenta posebno moramo uvažavati u uslovima kada je neophodno da se i naša preduzeća uspešno prilagođavaju promenama u složenom i dinamičnom okruženju, da se planiranjem alternativnih strategija suprotstave nenzvesnosti u budućnosti i da uspešnnm izborom i sprovođenjem strategije ostvare konkurentsku prednost. Donošenje strategijskih odluka, koje su po svojoj prirodi dugoročne i nepovratne, podrazumeva ne samo dobro poznavanje okruženja, već i samog preduzeća, što pretpostavlja da bi najpre trebalo da se procene njegove snage i slabosti.[431]

Menadžment jeste i nauka i veština procesa upravljanja i rukovođenja organizacijom preduzeća, ali i kreativna praksa i poslovna filozofija u stvaranju profita. Rečju, menadžment je poslovna filozofija i preduzetnička strategija priv-

[431] Ibidem. st. 12-13.

ređivanja. Kao transdisciplinarnu nauku i praksologiju, menadžment komponuju čak 23 naučne discipline: ekonomija, tehnika, tehnologija. pravo, kadrologija, psihologija, organizacija, informatika, komunikologija, etika, ekonomija. Edukologija, andragogija, estetika, ekologija, sociologija, geografija, demografija, antropologija, medicina rada, matematika, logistika i strategija planiranja[432] Menadžment je, stoga suma divereifikovanih i reintegrisanih znanja, koja sintetizira primenjenu mikroekonomiju, preduzetničku poslovnu ekonomiju, menadžersku ekonomiku upravljanja, poslovnu logistiku i poslovnu etiku. Kada to ističemo imamo u vidu da su u životnom ciklusu razvoja preduzeća važne preduzetnička filozofija, agresivna strategija i kreativnost kadrovskog potencijala, ali i tzv. 3 K - kultura rada, kultura razvoja i komuniciranje.[433] U tom kontekstu, važan je tim rukovođenja heterogenih intelektualnih struktura sa kreativnim menadžerom, čija se prepoznatljivost ogleda kroz čestitost, genijalnost, talent za vođenje, stvaralački duh., sposobnost učinka. moralnu odgovornost, integritet karaktera, hrabrost, viziju razvoja, motivaciju, usavršavanje, vođenje, poštovanje, razumevanje, angažovanje, koordiniranje, promociju, koncepcijske, prognostičke, istraživačke i analitičke sposobnosti, konstruktivnu agresivnost, energičnost, aktivan stav i odnos prema radu i životu, inicijativnost, promene, kreativnost i profesionalnost. "Idealni menadžer" je integrator kadrovskih potencijala i radnih procesa, preduzetnik i proizvođač uspešnih rezultata, izvrstan gospodar i upravnik. sistematični inicijator ideja, akcija i promena, kreativni vizionar i planer, komunikativni koordinator, konstruktivni tehnolog organizacije i inovacija, nenametljivi prenositelj poslova i odgovornosti na saradnike, participativni animator, strateg kroz kontinuirano obrazovanje i kulturni sagovornik i prijatelj.[434] Prof. Brekić datu idealnost menadžera izražava putem tzv. sublimiranih 7K - konstruktivan, karakteran, kreativan, komunikativan, kooperativan, kulturan i kuražan menadžer, koji sa svojim polidisciplinarnim znanjem (uz kontinualne inovacije) kreira preduzetiičku strategiju i formuliše integralnu razvojnu vnziju. To pak znači da menadžer raspolaže savremenim znanjima iz marketinga, menadžmenta, finansija, ekonomije, informatike, kadrologije, organizacije, psihologije, tehnologije, tehnike, prava, andragogije, planiranja, etike i morala, ali sa najmodernijom spoznajom integralnog, poslovnog, strategijskog, finansijskog, tehnološkog i kadrovskog menadžmenta. Tako se dolazi do tzv. etičkog menadžmenta koji povezuje materijalne i nematerijalne potencijale, gde kultura i etika postaju faktor efikasnosti i gde etičko rukovođenje, preko humanih učinaka, prerasta u humanistički menadžment. A za to su potrebni menadžerovi alati veština, kao što su stil rukovođenja, motivisanje saradnika, način donošenja odluka, upravljanje promenama, neposredno komuniciranje sa saradnicima. Kultura rukovođenja implicira timski, kooperativan stil rada, kadrovski fleksibilitet i produktivno upravljanje konflik-

[432] Dr. J. Brekić (red), Strategijski menadžment, Megatrend, Beograd, 1991.str .14.
[433] P. Druker, Inovacije i preduzetništvo, Privredni pregled, Beograd, 1991.
[434] Dr. J. Brekić (red), op. cit., st. 16-17.

tima.[435] U tom kontekstu, integracija (koordinacija), preduzetništvo (rizik), upravljanje (odlučivanje) i proizvođenje (poslovođenje) jesu strukturne komponente modernog menadžmenta sa biznis liderom na čelu kompanije. Iz toga proističe relativno širok delokrut strategije menadžera sa poslovnim zadacima:[436]

- Kreiranje filozofije i strategije razvoja i poslovanja;
- Planiranje programa razvoja, organizacije, tehnologije i proizvodnje;
- Programiranje razvojnih. proizvodnih i uslužnih delatnosti;
- Organizovanje timova procesa i funkcija preduzeća;
- Raspoređivanje kadrova na poslove i radne zadatke;
- Usmeravanje kadrova i prioriteta procesa;
- Motivisanje kadrova i stilova rukovođenja;
- Stimulisanje proizvodnosti i ekonomičiosti;
- Obrazovanje saradnika i svih zaposlenih za vođenje i rad:
- Komuniciranje s timovima, organizacijskim delovima, svim pojedincima i partnerima;
- Koordinisanje kadrova i procesa rada;
- Odlučivanje o bitnim procesima u preduzeću;
- Ugovaranje poslova;
- Delegiranje poslova saradnicima;
- Istraživanje marketinga, uslova proizvodnje. ponašanja i sl.;
- Upravljanje finansijama, drugim potencijalima i radnim vremenom;
- Regulisanje odnosa i saradnje;
- Informisanje svih zaposlenih i javnosti o zbivanjima, uslovima, događajima i rezultatima;
- Vođenje i ocenjivanje saradnika, dodeljivanje priznanja i predlaganje za promociju;
- Kontrolisanje ostvarivanja ciljeva, poslova i zadataka;
- Tolerisanje različitih stavova i njihovo integrisanje u zajedničke ciljeve nakon mutacije;
- Inoviranje organizacije, odnosa i procesa:
- Unaprećivanje razvoja, potencijala i kooperacije, kao i niz drugih poslova i ovlašćenja.

[435] C.R. Whitlok, R.D. Krumne i D.P. Crevellone, Menadžment u akciji, Mladost, Beograd, 1990.
[436] Ibidem, st. 21-22.

7. POSLOVNE POLITIKE SAVREMENOG FINANSIJSKOG MENADŽMENTA PREDUZEĆA I BANAKA: SEGMENTACIJA FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

Finansijsko tržište jeste organizovani tržišni prostor na kome se susreće ponuda i tražnja finansijsko-novčanih sredstava i formira cena tržišne alokacije finansijskih sredstava. Po svom predmetu poslovanja, finansijsko tržište se obično dekomponuje na novčano tržište. devizno tržište i tržište kapitala. Tržište novca u sklopu finansijskog tržišta reprezentuje tržište slobodnih novčanih sredstava i kratkoročnih hartija od vrednosti koja se nude i traže za održavanje likvidnosti, za proizvodnju i robni promet. Devizno tržište, kao nerazdvojni deo novčanog tržišta u razvijenim tržišnim privredama, predstavlja tržišni prostor na kome se usklađuje ponuda i tražnja deviza, obavlja kupovina i prodaja stranih sredstava plaćanja i utvrđuje devizni kurs na bazi tržišnog mehanizma. Konačno, tržište kapitala, kao segment finansijskog tržišta, reprezentuje specijalizovano tržište dugoročnih novčanih sredstava i dugoročnih hartija od vrednosti na kome se modifikuju investicioni portfelji kompanija i preduzetnika, i usmeravaju slobodni finansijski resursi u najrentabilnije investicione projekte. Tržište kapitala, kao takvo, reintegriše tržište dugoročnih hartija od vrednosti, kreditno-investiciono tržište i hipotekarno tržište. Na hipotekarnom tržištu, kao specijalizovanom tržištu kapitala, trguje se hipotekarnim kreditima i založnicama. Na kreditnoinvesticionim tržištima trguje se dugoročnim investicionim kreditima. Na tržištu dugoročnih hartija od vrednosti, kao specijalizovanom tržištu kapitala, trguje se akcijama (akcijski kapital) i obveznicama (zajmovni kapital) i po logici tzv. kupovine iz prve ruke (primarno tržište na kome se obavljaju poslovne operacije vezane za emisiju hartija od vrednosti i transakcije prvog otkupa od strane kupca) i tzv. kupovine iz druge ruke (sekundarno tržište na kome se obavlja dalja kupovina i prodaja već emitovanih hartija od vrednosti).[437]

Za razliku od tržišta kapitala, koji anlaobira tri specijalizovana tržišta, novčano tržište duplicira relativno veći broj segmenata:

A. Kreditno tržište na kome se realizuje plasman kratkoročnih kredita, odnosno na kome se susreće ponuda i tražnja za kratkoročnim kreditima;

B. Eskontno tržište na kome se kao specijalizovanom tržištu trguje komercijalnim menicama i eskontnim kreditima kao posebnom vrstom bankarskih poslovnih operacija:

C. Lombardno tržište na kome se, kao specijalizovanom tržištu, trguje hartijama od vrednosti i drugim lombardnim materijalom i lombardnim kreditima;

[437] Ž. Ristić i R. Jelić, Finansijski instrumenti i hedžing transakcije na terminskom tržištu novca i kapitala,Udruženje banaka Jugoslavije, Beograd, 1991. st. 15.

D. Tržište novca kao jedno od najznačajnijih i najvažnijih specijalizovanih tržišta u okviru novčanog tržišta, na kome se trguje, tj. kupuje ili prodaje depozitni i žiralni novac;

E. Primarno i sekundarno tržište kratkoročnih hartija od vrednosti na kome se emituju i primarno prodaju hartije od vrednosti i na kome se trguje već emitovanim hartijama od vrednosti kratkoročnog karaktera;

F. Devizno tržište kao krajnje specijalizovani deo novčanog tržišta na kome se trguje devizama kao posebnom vrstom novčane imovine.

Na celokupnom finansijskom tržištu obavljaju se brojni zajednički bankarski poslovi, kao što su promptni i terminski poslovi na principu međusobnog poverena i na principu obostrane koristi zajedničkih interesa između partnera. Na savremenim finansijskim tržištima (novčano tržište, tržište kapitala, devizno tržište. tržište hartija od vrednosti) obavljaju se (1) promptni (gotovinski ili kasa) poslovi i (2) terminski poslovi kupovina i prodaja novčanih sredstava, kapitala, deviza i hartija od vrednosti. Kod prvih poslova transakcije (novčane ili kapitalne) se izvršavaju odmah, odnosno u roku od 2 - 5 radnih dana od dana zaključenih poslova; kod drugih poslova kupoprodaja se realizuje po sistemu 2-5 radnih dana od dana zaključenih poslova. Kod promptnih poslova javlja se rizik neizvršavanja doznaka. dok se kod terminskih poslova javljaju, pored rizika neizvršavanja doznaka. i kamatni rizik i kursni rizik.

8. FINANSIJSKI INSTRUMENTI I RIZIK

U ofanzivnom bankarskom menadžmentu na modernim finansijskim tržištima (nacionalnim i međunarodnim) u pravilu se javljaju rastući rizici, koji reflektuju, po definiciji, potencijalne gubitke u politici. Kamatni riziki kursni rizik, usled promena kamatnih stopa (varijabilitet) i fluktuacije deviznih kurseva (flotantnost), jesu "najjači" rizici u savremenom bankarstvu, koji su inače i uslovili proces inovacije finansijskih instrumenata.[438]

Promptno (ili spot) kupljene (ili prodate) devize predstavljaju praktično sporazum između prodavca i kupca da se ugovorene kupoprodajne obaveze izvrše odmah, a najdalje u roku od dva radna dana od dana zaključenja posla. Kod spot kupoprodaje, i kupac i prodavac utvrđuju, zajednički (ugovorno), iznose u obe valute (tj. i dolar i marka), promptni kurs, banka i valuta. Terminska kupoprodaja deviza, pak, implicira da se između učesnika ugovaraju obe vrste deviza. kojima se trguje, momenat dospeća posla, odnosno ček na koji se dotični posao zaključuje terminski kurs i poslovna banka. A to pak znači da poslovi čiji rok izvršenja nije spot, odnosno valuta dva radna dana od zaključenog posla, spadaju, po definiciji, u terminske kupoprodaje deviza. Pri tome, važno je napomenuti da postoji

[438] E. Helfert, Techniques of Financial Analysis, Invin, Homewood, Ilinois, 1987.

razlika između terminskog kursa i promptnog kursa (koji se naziva tzv. kursni pip ili point u zavisnosti od toga da li se radi o vrednosti petog ili četvrtog decimalnog mesta jednog kursa), a rezultat je razlika u kamatnim stopama.

Terminske devizne transakcije, svop, opcije i fjučers ugovori jesu savremeni oblici osiguranja od deviznog rizika, nove bankarske transakcije na međunarodnom tržištu novca i diverzifikovani finansijski instrumenti. Terminske devizne transakcije podrazumevaju i kupovinu od strane neposrednih učesnika na internacionalnom tržištu novca, jedne valute drugom, s tim što će isporuka biti na tačno utvrđeni datum - fiksni termin i to po ceni, odnosno terminskom kursu koji se utvrđuje na dan zaključenja ugovora.[439]

Svop (swop) poslovne operacije reprezentuje integritet promptne (spot) devizne kupoprodaje i terminalne devizne kupoprodaje. Svop posao jedne američke banke (npr) ilustruje promptnu prodaju određene sume maraka za dolare i simultano terminsku kupovinu te iste sume maraka za dolare, odnosno promptnu kupovinu određene količine (svote) maraka za dolare i simultanu terminsku prodaju te iste svote maraka za dolare.

Valutne opcije, pak, daju pravo (bez obaveze) da se može kupiti, odnosno prodati određena strana valuta po strogo ugovorenoj ceni na termin koji je izvan konteksta spota, odnosno na budući datum. Pri tome, valutna opcija reprezentuje hartiju od vrednosti koja je predmet kupoprodaje na terminskom opcionom tržištu. "Predmet kupoprodajnog ugovora mogu biti dva osnovna tipa valutnih opcija, i to:

- Coll opcija koja daje pravo njenom vlasniku, novom kupcu, da kupi određeni iznos deviza po unapred dogovorenoj opcionoj ceni, a prodavca, njenog bivšeg vlasnika, obavezuje da na prvi poziv njenog novog vlasnika, ispuni sve želje novog vlasnika opcije, npr. isporuči mu devize,
- Put opcija koja daje pravo njenom vlasniku novom kupcu, da proda određeni iznos deviza po unapred dogovorenoj opcionoj ceni, a prodavca, njenog bivšeg vlasnika, obavezuje da na prvi poziv njenog novog vlasnika, ispuni sve njegove želje, npr. preuzme devize."[440]

Fjučers (futures) ugovori jesu finansijski instrumenti kojima se trguje na terminskim tržištima novca, ali bez fizičkog prenosa instrumenata pri sklapanju ugovora. Tržišnim operacijama se fjučers ugovorima samo stvaraju prava i obaveze da se kupljeni određeni instrument isporuči tačno na dan koji je označen u ugovoru (bez obzira što se oba partnera izlažu riziku nesolventnosti).

Za razliku od tržišta novca, berza efekata reprezentuje specijalizovano tržište kapitala na kome se susreću ponuda i tražnja dugoročnih finansijskih sredstava i dugoročnih hartija od vrednosti: u strukturi berzanskih poslova dominiraju kupoprodajne transakcije berzanskih efekata, i to: promptni poslovi kupoprodaje efekata i terminski poslovi kupoprodaje efekata. Prvi poslovi su "ona vrsta poslo-

[439] Dr Ž. Ristić i mr R Jelić, op. cit., st.38
[440] Ibidem. st. 51-52.

va u kojima se prava i obaveze partnera iz kupoprodajnog ugovora realizuju odmah po zaključenju, a najkasnije u roku od tri, odnosno pet radnih dana zaključenja ugovora. Prema tome, promptna kupoprodaja efekata pretpostavlja promptno obavezu kupaca efekata da prodavcu doznači novčani iznos kupoprodajne vrednosti na njegov račui ili u gotovom, i to odmah, a najkasnije sa valutom petog radnog dana";[441] dok su drugi poslovi "takvi berzanski poslovi u kojima se obaveze prodavca i kupca ne izvršavaju promptno ili odmah posle zaključivanja ugovora, već u nekom kasnijem roku koji je unapred fiksiran i označen ili pak jednog dana u okviru nekog budućeg perioda u kome je krajnji rok određen."[442]

Na terminskim efektnim berzama sreću se finansijski iistrumenti u formi fjučersa, opcija i svopova, Fjučersi predstavljaju sporazum između dva poslovna partnera (tzv. kupoprodajni ugovor), koji kupuju ili prodaju standardizovane berzanske efekte (određena količina) tačno utvrđenog dana po ugovorenoj ceni iz sklopljenog ugovora (kada je samo plaćena tzv. inicijalna marža kao garancija za ispunjenje ugovornih obaveza). Partneri u fjučers ugovorima. pomoću fjučers ugovora, u tržišnim operacijama na fjučers berzama, teže da se osiguraju od šoka kursnog rizika. To su banke, izvoznice i firme, kao privredni subjekti, koji se nazivaju hedgersi (dok se špekulanti nazivaju trodersn).

Za razliku od fjučersa, opcije reprezentuju specijalne oblike terminskih ugovora u kojima jedan partner svoja prava iz ugovornog odnosa može ostvarivati gotovo svakog radnog dana do roka isteka opcionog ugovora. Obaveza prodavca ogleda se u isporuci efekata (predmet opcije) shodno ranije utvrđenim uslovima (pod uslovom da opciju na realizaciju podnese vlasnik). Kupac plaća tzv. premiju opcije, koju prima prodavac opcije. Premija je, u stvari, nagrada za prodatu opciju.

Najzad, svop (swop) terminske transakcije na berzi efekata predstavlja, isto tako, moderan finansijski instrument za osiguranje od rizika promena kamatnih stopa. U tom sklopu, kreditno-monetarni svop jeste zamena fiksne kamatne stope za varijabilnu kamatnu stopu, odnosno zamena promenljive kamatne stope za fiksnu kamatnu sotpu; dok je kreditno valutni svop zamena jedne valute kojom je dužnik kreditiran za drugu valutu kojom se kredit koristi i vraća.

U finansijskoj opksi koristi se relativno diversifikovana struktura kamatnih stopa, i to:[443] (1) Zamena jednog duga za drugi dug (tzv. debt-debt swop), (2) Zamena duga njegovim otkupom od strane dužnika (debt-by debt swop), (3) Zamena duga za obveznice (debt- securitation swop), (4) Zamena duga za robu i usluge (debt - product - services swop) i (5) Zamena duga kapitalnim učešćem u investicijama (debt-equity swop).

[441] Ibidem. st. 71.
[442] Ibidem. st. 72.
[443] OECD, New Financial Instrument, Paris, 1988.

9. HEDŽING TRANSAKCIJE NA TRŽIŠTU NOVCA I KAPITALA

Kamatni rizik i valutni rizik odražavaju potencijalnu mogućnost gubitka profita i erozije bankarskog kapitala, pogotovo u uslovima inflacione eskalacije, fleksibilnih deviznih kurseva i varijabilnih kamatnih stopa. Zbog toga, poslovne banke koriste tzv. hedžing investicionu strategiju za minimiziranje rizika putem transakcija na finansijsknm i robnim tržištima. Suština se sastoji u kombinaciji transakcija sa finansijskim instrumentima koji divergentno reaguju na promene deviznog kursa (valutni hedžing) i na promene kamatne stope (kamatni hedžing). Najbolji rezultati se dobijaju kombinacijom efektivnih transakcija sa transakcijama na tržištu svopova i opcija (tzv. posebna tržišta rizika).

U faznom odvijanju hedžing transakcija se obično notira (1) daje monitoring faza, zapravo. prva faza, (2) da je predviđanje promena kamatne stope i deviznog kursa druga faza, (3) da je određivanje finansijskih instrumenata za minimiziranje rizika treća faza, i (4) da je kombinacija tržišnih transakcija, konačna, četvrta faza hedžing.[444]

Za distribuciju i realokaciju kamatnog i valutnog rizika koriste se, po pravilu, najnoviji finanisijski instrumenti, i to: (1) fjučersi, (2) Forvardsi, (3) Opcije i (4) Svopovi, kad se banke javljaju, simultano, i kao prodavci i kao kreatori.

Na fjučers tržištima se trguje fjučers ugovorima za državne obveznice, za depozitne certifikate i za blagajničke zapise. Poslovne banke sa hadžing logikom teže da rekompenzuju kamatni rizik dobitkom na fjučersima.

Forvardsi su, poput fjučersa, zajednički aranžmani dva poslovna partnera (kao dve ugovorne strane), koji pozajmljuju tačno preciziran (određen) iznos po kamatnoj stopi koja je ugovorena. "Kod zaključenja ove transakcije, banka može biti u jednoj od sledećih pozicija:

1) Da joj druga strana garantuje aktivnu kamatnu stopu za zajam određenog iznosa. Banka se tako osigurava od pada kamatnih stopa. Ona će primiti razliku kamatnih stopa ako ugovorenog-efektivnog datuma, referentna aktivna kamatna stopa bude niža od ugovorene-garantovane kamatne stope. Obrnuto, platiće razliku kamatnih stopa, ako je referentna kamatna stopa viša od garantovane.

2) Kada kontrastrana garantuje pasivnu kamatnu stopu za depozit. Drugim rečima banka se osigurava od rasta pasivnih kamatnih stopa tako što obezbeđuje depozit po ugovorenoj stopi. Banka dobija razliku kamatnih stopa ako je referentna pasivna kamatna stopa ugovorenog datuma iznad garantovane. Odnosno, plaća razliku kamatnih stopa kada je referentna kamatna stopa za depozite određenog dana ispod ugovorene-garantovane kamatne stope."[445]

---

[444] D. Siegel, The Futures Markets, Probus Publishing Company, Chicago, 1990.
[445] Dr Ž. Ristić i mr R Jelić, op. cit., st. 106.

Opcije su, pak, transakcije u kojima jedna strana prodaje pravo (bez obaveze) kupovine (call option), odnosno prodaje (put option) određenog finansijskog instrumenta po ugovorenoj ceni, dok druga strana kupuje to pravo. U tom sklopu, akcije, berzanski indeksi sa tržišta akcija, obveznice i fjučersi jesu predmet opcije na finansijskim tržištima. Trgovina se odvija na berzama i na tzv. OTC-tržištima. Kupac plaća prodavcu premiju, koja predstavlja cenu opcije. U ugovorima predominantno figuriraju LIBOR, PRMA RATE i kamatne stope na blagajničke zapise, kao promenljive kamatne stope. Kod kamatnih opcija javljaju se tzv. poklopci (cops), kao serija "put" opcija, tzv. poslovi (floors), sa minimalnom kamatiom stopom, i tzv. kragne (collar),

Konačno, kamatni svopovi reprezentuju finansijske aranžmane pomoću kojih se zamenjuju kamatne stope u ugovorima uz saglasnost ugovornih strana. Jedino se glavnice ne zamenjuju, pošto se u ugovoru javljaju kao "statička kategorija" za obračun kamata.

10. RIZIK HARTIJA OD VREDNOSTI

Ulaganja u hartije od vrednosti po definiciji podrazumevaju rizik kao merljivu verovatnoću ostvarivanja dobitka/gubitka u vrednosti od držanja hartija od vrednosti. U principus rizik se javlja ili u vidu nesistematskog rizika (unsystematic risk), koji se minimizira diversifikacijom plasmana hartija od vrednosti ili u vidu tržišnog rizika (market risk), koji se ne može izbeći i posle diversifikacije plasmana. U tom kontekstu, pribegavanje formiranju portfolia predstavlja proces minimiziranja rizika diversifikacijom plasmana. Investitori običio kombinuju hartije od vrednosti u cilju formiranja diversifikovanog portfolia sa maksimalnim prinosom za dati nivo rizika. Beta koeficijent, u tom kontekstu, meri relativno odstupanje cena hartija od vrednosti u odnosu na tržiši prosek i predstavlja relativiu meru osetljivosti prinosa aktive na promene u prinosu tržišnog portfolia.

Za vlasnike hartija od vrednosti veoma je važno da se smanji rizik i da se ne smanji prinos. Redukcija stepena rizika svota se obavlja pomoću pooling-a i hedgnga-a. Pooling (udruživanje) i hedging (pokrivanje) jesu sredstva za minimiziranje rizika. Investitori obično udružuju svoj rizik da bi osiguravajuće kompanije i investemnti trusts-ovi pojedinačno snosili manji rizik. "Kombinacija hartija od vrednosti, koju investitor ima u svom portfoliu, biće isplativa ukoliko ukupni rizik bude smanjen, tako da bude manji od prosečnbog rizika hartija od kojih se sastoji. Ovaj metod umanjenja rizika investiranjem u različite hartije je diversifikacija i osnova je portfolio teorije.[446] Za razliku od poolinga, hedging se odnosi na smanjenje rizika, koji se odnose na specifične vrste rizika (koji

[446] Z. Stevanović, Rizik hartija od vrednosti, Berza 11/92 st. 22

uključuju dve strane koje snose apsolutno suprotne rizike). Rizici (npr. promena deviznog kursa), se hedginzuju na tržištima, koja podrazumevaju postojanje špekulanata. Špekulanti na tržištu rizik hedguju i prevaljuju na investitore koji su spremni da prihvate rizik. To je uslovilo diversifikaciju instrumenata za redukciju rizika od promene deviznog kursa i kamatne stope, kao što su (1) spot ugovori, (2) terminski ugovori (forward contrakcs), (3) swaps, (4) fituresi (5) options. Spot ugovor predstavlja ugovor kojim se daje ili uzima kredit na ugovoreni iznos sa u napred ugovorenom kamatnom stopom i na fiksni rok (preko 1 godine). Terminski ugovori zaključuju ugovorne strane od promene kamatne stope, pošto se ugovara davanje, odnosno korišćenje kredita koje pe početi da teče jednog fiksiranog budućeg dana sa fiksnom kamatnom stopom i sa ugovorenim rokom. Swop pak predstavlja sporazum dve strane da razmene cash flowsu određenom roku. Kamatne stope su najčešći swap. Futures ugovori u osnovi tangiraju izvršenje obaveza u budućnosti sa rizikom neispunjenja obaveza između stranaka. U suštini, fjučers ugovor predstavlja sporazum o kupovpni (prodaji) standardizovanog iznosa, koji će se ostvariti fiksnog dana pod ugovorenim uslovima. Konačno, opcioni ugovor daje pravo ugovorenoj strani da određenog dana u budućnosti kupi (proda) standardizovanu robu po ugovorenoj ceni.

BERZANSKE OPCIJE. Opcija reprezentuje ugovor između dve strane, ona koja izdaje (ili prodaje) opciju i oie koja tu istu opciju kupuje, i u kome se utvrđuju obaveze prodavca.[447] Prodavac je obavezan, ako to kupac od njega zatraži, proda (ili kupi onu finansijsku aktivu (ili robu) na koju se opcija odnosi, po unapred određenoj ceni, unapred određenoj količini i unapred određenom vremenskom intervalu. [448]Po pravilu, finansijska aktiva na koju se pišu opcije može biti struktuirana tako da uključuje akcije, dužničke hartije, futures (fjučersi), strana valuta i razni tržišni indeksi. U procesu realizacije opcije praktično ne dolazi do promene vlasništva nad aktivom na koju se opcija odnosi. Svoj profit kupac može realizovati prodajom opcije na sekundarnom tržištu po višoj ceni.

U teoriji i praksi, opcije se dele u zavisnosti od vremena realizacije i od preuzetih obaveza prodavca. Po prvom kriterijumu opcije se dele na evropske tradicije i na američki tip opcije. Evropski tip opcija mogu se realizovati samo na utvrđeni dan dospeća (isteka) opcije. Američki tipovi opcija mogu se pak realizovati bilo koga dana od dana isteka opcije.

Po drugom kriterijumu opcije se dele na call opcije i na put opcije. Call (kal) opcija predstavlja obavezu prodavca opcije da proda izvornu hartiju, odnosno da imalac (kupac) opcije ima pravo ako to želi da od prodavca opcije kupi izvornu hartiju po unapred određenim uslovima. Put (pat) opcija predstavlja obavezu prodavca da kupi izvornu hartiju, odnosno da kupac opcije ima pravo (ako to želi) da prodavcu opcije proda izvornu hartiju po unapred određenim

[447] D. Šušnjar, Uvod u berzanske opcije, Berza 11/92 st. 24
[448] Ibidem. st. 24.

uslovima. U aranžmanu call opcije kupac očekuje rast cene akcije, dok u aranžmanu put akcije kupac očekuje pad cene akcije. U ovim aranžmanima lice koje prodaje opciju zauzima u njoj tzv. kratku poziciju (shart position), a lice koje kupuje opciju zauzima tzv. dugu poziciju (long position). "Što se tiče odnosa prinosa i rizika koji pri tom karakterišu dve strane u opcijskom ugovoru može se reći da kupac opcije preuzima malu verovatnoću za veliki dobitak po cenu velike verovatnoće za mali gubitak, a da prodavac opcije prihvata veliku verovatnoću malog dobitka, a da za uzvrat dobija malu verovatnoću velikog gubitka."

Opcija je, prema tome, hartija koja reprezentuje standardizovani ugovor sa sledećim elementima: (1) izvršna cena opcije (cena po kojoj se realizuje kupoprodajna transakcija), (2) vreme dospeća opcije (datum do koga važi opcija), (3) cena (ili premija) opcije (cena koju kupac opcije plaća prodavcu), (4) broj hartija na koje se opcijski ugovor odnosi (koji za opcije pisane na akcije iznosi 100 deonica) i (5) vrstu aktive na koju se odnosi.[449] "Za jednu akciju, po pravilu. postoji više opcija sa različitim izvršnim cenama. Skup svih opcija bilo put bilo call vezanih za jednu akcija naziva se klasa. Predviđeno je da interval za formiranje klase za akcije sa cenom nižom od $ 25 iznosi $ 2,5, za akcije čija je cena veća od $ 25. a manja od $ 200, taj je interval $ 5, a za one akcije čija je cena veća od $ 200 interval može iznositi $ 10 ili $ 20".[450]

Strukturne cene opcije komponuje tzv. unutrašnja vrednost i tzv. vremenska vrednost. Unutrašnja vrednost reflektuje razliku između izvesne cene opcije i trenutne tržišne cene izvorne hartije. Vremenska vrednost predstavlja razliku između cene opcije i njene unutrašnje vrednosti. Odnos između cene opcije i tržišne cene hartije inkorporira tri poznata slučaja. U prvom slučaju, opcija je na novom (at-the-topey) kada su izvršna cena i tzv. trenutna tržišna cena potpuno izjednačene. U drugom slučaju opcija je u novcu (in-the-topey) kada je tzv. izvršna cena manja od trenutne cene kod call opcije i kada je tzv. izvršna cena veća od trenutne tržišne cene kod put opcije. Konačno, u trećem slučaju, opcija je van novca (aut–of-topey) kada je izvršna cena veća od tzv. trenutne cene kod call opcije i kada je tzv. izvršna cena manja od trenutne cene kod put opcije. No, tokom vremena, cena opcija varira. Sa rastom trenutne tržišne cene akcije cena put opcije opada, a cena call opcije raste. Sa rastom tzv. izvršne cene opcije cena put opcije je viša, a cena call opcije je niža. Usled toga, trgovina opcijama je atraktivna i izazovna. Eliminisanje rizika jeste važan razlog ulaska u trgovinu opcijama (tzv. hedžing). Investitor se, naime, štiti od pada vrednosti aktive putem kupovine put opcije, koja se, svakako, mora odnositi i na dotičnu aktivu. No. i špekulativni razlozi su dosta jaki, pošto investitor teži da profitira od eventualne promene cene izvorne aktive.

U tom kontekstu, investitor bira dve taktike u zavisnosti od toga da li može da pretpostavi pravac promena cena ili ne. U prvom slučaju, investitor

[449] Isto, st. 25.
[450] Isto, st. 25.

pribegava taktici kupovina call opcija, prodaja put opcija i bull spread (kupovina in - the - topey i prodaja aut - the - topey call opcije). U drugom pak slučaju, investitor bira taktiku (1) long straddle (kupovina at - the - topey call opcije i at - the - topey put opcije), (2) 1ong strangle (identično prethodnoj taktici samo su različite izvršne cene), (3) 1ong butterfly (kupovina dve call opcije sa različitim izvršnim cenama i prodaja dve call opcije po izvršnoj ceni koja je između gornje dve cene) i (4) 1ong condor (identično prethodnoj taktici samo se cene dve call opcije razlikuju).

Opcije (options) reprezentuju hartije od vrednosti koje svom vlasniku daju pravo kupovine ili prodaje određene aktive po fiksnoj ceni. Kupoprodajni odnosi između kupca i prodavca regulisani su opcionim sporazumom, koji obuhvata tip aktive, količinu, ugovorenu cenu i važenje opcije, kao osnovni elementi svake emisije opcije. Po tom nepotpunom ugovoru svaki kupac opcije ima pravo da kupiproda određenu aktivu, ali bez obaveza da to imierativno (obligativno) učini. Stoga se opcija i razlikuje od jučersa. "Kod fjučersa subjekti moraju da izvrše svoje obaveze. Kod opcije kupac ne mora da kupi ili proda aktivu. On će to uraditi samo ukoliko mu odgovara. Ono što jedino kupac mora jeste da kupi opciju. tj. da plati opcionu premiju (option premium). Prodavac opcije dobija premiju i za to je obavezan da izvrši ono što od njega zahteva kupac."[451] Zbog toga. opcije igraju relativno značajnu ulogu u osiguranju od rizika od promena deviznog kursa, kamatne stope i tržišnih indeksa, u analizi strukture kapitala i investicija, i u restruktuiranju firme.

Warants (ovlašćenja) jesu poseban oblik hartija od vrednosti. One nisu ni kreditne niti vlasničke, jer se izdaju od strane kompanija koje teže da ovećaju deoničarsku glavnicu putem emitovanja novih deonica. Izdavanjem novnh deonica "starom deoničaru" se daje pravo da kupi nove deoiice po određenoj ceni do određenog datuma. Svako jedno ovlašćenje daje pravo na kupovinu jedne nove deonice. Kompanija koja emituje nove akcije, uvek rezerviše određeni broj deonica za ovlašćenja, koje su predmet trgovine na berzama.

Raights (prava) omogućavaju "starom deoničaru" da u određenoj srazmeri kupi novu deonicu po nižoj ceni od tržišne cene pri svakoj emisiji novih deonica, kao i ovlašćenja. "Tako ako je tržišna cena, uključujući i prava, 170 i ako deoničar ima pravo da na 10 starih deonica kupi četiri nove po ceni od 100, vrednost jednog prava iznosiće:

$$10x170 = 1700 + 4 \text{ x } 100 = 2100:14 = 150$$

(razlika do tržišne cene daje nam vrednost prava od 20). Kupac, koji želi da nabavi deonice, a ne poseduje "stare", može kupiti 10 prava po 20 i 4 nove deonice po 100. On bi za ove nove deonice platio, u stvari, 600, odnosno 150 po deonici, što je za njega, takoće, isplativo.[452] No, i prava su predmet trgovine na berzama.

---

[451] Grupa autora, Berzanski pojmovnik, Berza, novembar 1992, st. 24—25
[452] Grupa autora, Berzanski pojmovnik, Berza, novembar 1992. st. 16.

Derivative securities (derivati, izvedene hartije od vrednosti) reprezentuju relativno veliku grupu hartija od vrednosti čija cena zavisi od osnovne aktive. U tu strukturu finansijskih inovacija spadaju forward i fjučers ugovori, opcije, varanti i konvertibilne hartije od vrednosti.

Forward ugovor predstavlja ugovor o kupoprodaji određene aktive po unapred definisanoj ceni i o isporuci aktive i konačioj isplati određenog dana u budućnosti. Tipičan forward ugovor jeste terminski ugovor jedne firme sa dobavljačem o isporuci sirovina i repromaterijala u roku od 3 ili 6 meseci po unapred dogovorenoj ceni i sa plaćanjem u budućnosti.

Futures (fjučers) ugovor predstavlja tzv. terminski ugovor o kupoprodaji određene aktive čija će se isporuka zajedno sa plaćanjem obaviti u budućnosti; po analogiji tzv. fotward ugovora. No, fjučersi se razlikuju od forvarda zbog likvidnosti aktive kojom se trguje, isporuke i načina plaćanja:[453] (1) kod fjučersa isporuka se ne vrši tačno u dan, kao kod forvarda, već u toku meseca, (2) fjučersima se regularno trguje na berzi fjučersa i cene se regularno objavljuju u dnevnoj štampi, (3) kod vjučersa postoji klirinška kuća (tzv.celaringhouse) sa kojom kupac i prodavac zaključuju posebne ugovore i gde moraju da uplate određeni depozit u vidu margina (margins), (4) kod fjučersa isporuku i plaćanje garantuje klirinška kuća i (5) kod fjučersa najčešće ne dolazi do stvarne isporuke, već se samo isplaćuje razlika u ceni. "Fjučers je po svojoj suštini pravi ugovor koji nosi prava i obaveze kako za kupca, tako i za prodavca. Kupac fjučers ugovora ima pravo na aktivu koja je ugovorena fjučersom i obavezu da plati tu aktivu. Sa druge strane, prodavac fjučers ugovora ima pravo da dobije sredstva i obavezu da isporuči aktivu. Oko izvršavanja obaveza stara se klirinška kuća".[454] Klirinška kuća se ovde pojavljuje kao zaštita i kušda i prodavca u fjučers ugovoru, garantujući kupcu isporuku aktive i plaćanje prodavcu (a) sistemom margina, (b) sistem dnevnog prilagođavanja i (c) sistemom korigovanja margina kupca i prodavca. Klirinška kuća je i prodavčev kupac i kupčev prodavac, pošto su i kupac i prodavac obavezni da uplate određeni iznos sredstava na račun. Zbog toga, fjučers ugovori imaju višestruki značaj u zatvaranju gepa u finansiranju, u upravljanju rizikom, u makroekonomskoj regulaciji stabilnosti cena i u upravljanju rizikom. U praksi su, stoga, razvijani i robni fjučersi (commodity futures) i finansijski fjučersi (financial futures). Robni fjučersi inkorporiraju robu (kao aktivu), kao što su pšenica, kukuruz, soja, pirinač, živa stoka, kafa, kakao, pamuk, šećer, metali, nafta i zemni gas. Finansijski fjučersi, pak, obuhvataju hartije od vrednosti, kamatne stope, devize, valute i tržišni indeksi, kao oblici aktive.

U praksi su poznate tri vrste finansijskih fjučersa. i to: (1) fjučersi na tržišne indekse (kao što su NYSE composite, S & P 500), (2) valutni fjučersi (kao što su vodeće svetske valute: dolar, marka, funta, jen, franak) i (3) fjučersi na hartije

[453] Dr S. Komazec, dr Ž. Ristić: Finansijska tržišta i berze. Čigoja, Beograd. 1997.
[454] Ibidem, st. 23.

od vrednosti (kao što su državne hartije od vrednosti, obveznice kompanije, obične deonice).

U finansijskoj teoriji i praksi su poznata dva tipa opcija, i to: (1) csll (kal) opcija i (2) put opcija. "Call opcija je opcija koja vlasniku daje pravo da kupi određenu aktivu u određenom roku po unapred ugovorenoj ceni. Kupac kupuje call opcije zbog toga što očekuje rast tržišne cene osnovne aktive u odnosu na ugovorenu cenu. U slučaju rasta cena, kupac ima mogućnost da kupi aktivu po ugovorenoj ceni koja je niža od tržišne... U suprotnoj poziciji se nalazi prodavac call opcije. On očekuje pad tržišne cene osnovne aktive u odnosu na ugovorenu. U tom slučaju, vlasnik opciju neće iskoristiti i prodavcu će ostati premija."[455]

Suprotno od logike call opcije stoji put opcija koja vlasniku daje pravo da proda osnovnu aktivu po ugovorenoj ceni u određenom roku. "Motiv kupca put opcije je da se zaštiti od pada cena osnovne aktive. Ako tržišna cena padne ispod ugovorene, tada će on iskoristiti opciju i prodati osnovnu aktivu po višoj ugovorenoj ceni. U slučaju rasta cena aktive, on nema razloga da iskoristi opciju. Prodavac put opcije, suprotno kupcu, priželjkuje rast cena osnovne aktive. Tada kupac neće iskoristiti opciju i prodavcu će ostati opciona premija kao prihod. U slučaju pada tržišne cene kupac će iskoristiti opciju, tj. prodavac mora kupiti aktivu po višoj ugovorenoj ceni. Tako će prodavac trpeti gubitak jednak razlici u ceni..."[456]

Osnovni motiv investitora u hartije od vrednosti jeste prinos, koji reprezentuje profit od držanja hartija od vrednosti. Deonice (akcije) donose prinos u obliku dividende, odnosno kapitalnog dobitka. Obveznice, pak, donose prihod u vidu kamate (i glavnice). Konačno, opcije donose prinos u vidu premije. U tom sklopu, stopa prinosa reprezentuje indikator prinosa, koji reflektuje vezu između blagostanja investitora u hartije od vrednosti na početku i na kraju određenog vremenskog perioda. Stopa prinosa (p) u pravilu zavisi od tekuće cene hartije (Pi) i početne cene (P)

$$R= (P_1 - P_0) / P_0$$

Stopa prinosa može se izračunati i za kompaniju u formi: 9a) prinosa akcionarskog kapitala (retucu of equity - ROE) n (b) prinosa na investicije (Return of investments - ROI). Stopa prinosa, u krajnjoj instanci, može da se izračunava, posebno, za sve hartije od vrednosti: kob obveznica, npr. stopa prinosa može se izraziti u vidu tekućeg prinosa, prinosa po dospeću i stope kupona. Navedene stope prinosa mogu se grafički prezentirati u formi tzv. krive prinosa, koja reflektuje vremensku strukturu kamatnih stopa.

Tržište hartija od vrednosti je atraktivan mehanizam okupljanja prodavaca i kupaca finansijske aktive u cilju obezbeđenja vlasničkog kapitala putem emisije akcija i obveznica na primarnom tržištu kapitala. "Transakcije na primarnom

[455] Grupa autora, op. cit.. st. 25.
[456] Isto, st. 25-26;

tržištu hartija od vrednosti (tzv. kupovina iz "prve ruke") - primary security market predstavljaju početnu prodaju hartija emitenta javnosti. Emitent prima novac (da investira u produktivnu aktivu ili promeni kapitalnu strukturu), a kupac dobija hartije (za lične investicije ili za špekulativne potrebe). Na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti (tzv. kupovina iz "druge ruke") - secoundary security market odvija se proces kupoprodaje emitovanih hartija od vrednosti i obezbeđuje njihovu likvidnost. Ovo tržište, kada su u pitanju deonice, obezbeđuje tekuću valorizaciju preduzeća koja su emitovala hartije. "[457]

Na tzv. parketu (floor), kao ograđeni elipsasti deo dvorane na berzi, sreću se trgovci, koji imaju ovlašćenje poput berzanskih posrednika. Trgovina se odvija neposrednim nadmetanjem prisutnih u formi tzv. trgovine licem u lice. Samo špekulanti odlaze na galeriju da prate rad svojih brokera i da neprimetno daju uputstva. Na parketu ostaju trgovci koji formiraju krugove (ring) zainteresovanih, koji se nadmeću. U berzanskim poslovima na parketu uključeni su različiti učesnici među kojima su najznačajniji (1) brokeri na parketu (floor broker) i (2) trgovci na parketu (floor trader). Prvi predstavljaju posrednike zaposlenih kod firmi koje su članice berze i koji kao agenti izvršavaju naloge klijenata firme. Drugi su, pak, sami članovi berze, koji trguju za svoj račun. Oni se, stoga i razlikuju od brokera, koji rade za tuđ račun.

Pored trgovine licem u lice na parketu berze, u praksi razvijenih zemalja egzistira i alternativni vid prometa akcija - OTC (Over the counter market). U stvari, radi se o tzv. tržištu preko šaltera sa relativno velikim brojem posrednika u elektronskom sistemu trgovanja. U SAD je taj sistem poznat pod imenom National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ), koji inkorporira preko 5.000 brokerskih i dilerskih kuća. Promet hartija od vrednosti na ovom tržištu odnosi se u pravilu na akcije "onih kompanija koje nisu na zvaničnoj listi kompanija čije akcije kotiraju na berzi uni listed securities market". Ovim tržišnim putem kompanije se praktično "kvalifikuju" za zvaničnu listu kompanija, koje se kotiraju na berzi. To je put, koji se mora proći, da bi se stiglo do tzv. berzanske kapitalizacije (koja se odnosi na ukupnu tržišnu vrednost određene kategorije emitovanih deonica određene kompanije po tekućem cenovnom listingu berze) i do tzv. tržišne kapitalizacije (kao indikator vrednosti kompanije koja se izračunava kao proizvod broja emitovanih deonica i tekuće tržišne cene deonica).[458]

No, i u jednom i u drugom vidu trgovine sa hartijama od vrednosti (dakle, i u trgovini licem u lice na parketu berze i u trgovini na OTC tržištu) glavnu reč vode berzanski agenti, koji su ovlašćeni za sklapanje poslova, bilo da rade samostalno kao dileri (dealer) bilo da zastupaju interese svojih klijenata (broker, makler). Ovi drugi (brokeri) za svoje iosredovanje u plaćuju proviziju - forme tzv. brokeraže, koja se određuje kao procenat od obavljenog prometa (vrednost

[457] Grupa autora, Berzanski pojmovnikk, Berza, novembar 1992. st. 47.
[458] D. M. Chance, Options and Futures, The Dryden Press, London. 1992.

transakcija) hartija od vrednosti. Od njih se razlikuju tzv. džoberi (jobbers), koji se na Londonskoj berzi koriste umesto trgovca preko šaltera (market maker). Taj džober se razlikuje od prvog džobera koji se bavi prometom desortirane robe u maloprodaji. To bi moglo da bude atraktivno za specijalizovane ili mešovite robne berze na kojima se obavlja promet pamuka (Liverput, Bremen, Njujork), vuna (London, Anvers, Njujork). zlato (London), kafa (Pariz), šećer (London, Hamburg, Njujork)

10.1. Bankarski rizici i portfolio strukture

U svom poslovanju banke se, po pravilu, suočavaju sa mnogobrojnim rizicima, među kojima se posebno ističu sledeći: (I) Kreditni rizik, (2) Rizik likvidnosti, (3) Rizik kamatnih stopa, (4) Valutni rizik i (5) Rizici vezani za vanbilansno poslovanje (contigent risks). Većina ovih rizika ima za uzrok neusklađenost aktive i pasive. Kada bi bilansi banaka bili takvi da su sve aktive usklađene sa pasivama po rokovima dospeća, istim kamatnim uslovima i istoj valuti, tada bi jedini rizik bio: kreditni rizik. Ali takav bilans je obično nemoguć, a tamo gde ga je moguće napraviti ne bi bilo mogućnosti ostvarenja profita. Neusklađenost bilansa (u okviru određenih limita) je u samoj suštini bankarstva. Međutim, ako su rokovi dospelosti aktiva duži od rokova dospelosti pasiva, postoji rizik likvidnosti; ako se razlikuju po kamatnim uslovima, neizbežan je kamatni rizik i kad se valute aktive razlikuju od valute pasive, postoji valutni rizik. I rizici vezani za vanbilnsno poslovanje se mogu pripisati neusklađenosti - kada bi sva tržišta vanbilansnim instrumentima funkcionisala (i uključivala u sebe verovatnoću da klijent u svako doba može tražiti obaveze od banke) banke bi trebale da usklade vanbilansne obaveze sa pravima koja kupuju na tržištu. Ali vanbilansni instrumenti su vrlo raznoliki i u mnogim slučajevima.

10.1.1. Kreditni rizik

Kreditni rizik je nerazdvojiv od bankarstva. Sav novac koji banka odobri u vidu kredita je rizičan, u smislu da ga dužnik neće vratiti ili da to neće učitini na vreme. Analiziraćemo vezu između kreditnog rizika i ALM, pri tom moramo imati na umu da kreditni rizik nije ograničen samo na rizik da dužnik ncće moći da u potpunosti povrati sredstva. Tu je i rizik da se povraćaj duga odgodi - što izaziva probleme u tokovima gotovine (cash-flow) i stvara nesigurnost i da se povraćaj duga reprogramira - to se može odnositi na odlaganje vraćanja duga ili na delimični otpis duga i/ili promenu tipa odobrenog kredita. Početkom '80-ih banke u OECD zemljama su dugove kompanija reprogramirale tako što su ih pretvorile u kapitalna ulaganja, koja su im se vraćala u zavisnosti od profitabilnosti kompanije.[459]

Postoji fundamentalna veza između kreditnog rizika i ALM. Ona se ogleda u tome da menadžment aktivnom počiva na aktivama dobrog kvaliteta. Ne može se upravljati aktivom ako se njihovo stvarno izvršenje razlikuje od

[459] K.Harrington, Assct and liability Management by Banks, OECD, Paris, 1987, str. 125.

očekivanog. Veza je dvosmerna: ALM utiče na kreditni rizik, mada nekvalitetni dugovi imaju povratni uticaj na ALM.

Direktan uticaj ALM na kreditni rizik se vidi kod uvođenja kredita po varijabilnim kamatnim stopama i aktivu. Ta promena je bila uspešna ali po cenu prenošenja kamtnog rizika na dužnike i na taj način je učinila njihove gotovinske tokove predvidivim i, možda pogoršala kreditni rizik. Naravno, to je sve relativno i zavisi od promene kamatnih stopa, kako realnih tako i nominalnih (realne kamatne stope su stvarna cena kredita, ali novčani tokovi zavise od nominalnih kamata). Naglo smanjenje kamatnih stopa će ići u korist dužnicima, suprotna je situacija kada kamatne stope porastu. Smatra se da je jedan od nesumnjivih uzroka krize dugova (kako domaćih, tako i međunarodnih) početkom '80-ih, nagli porast kamatnih stopa 1979. i 1980. godine. [460]

Uopšteno govoreći, upravljanje kreditnim rizikom polazi od sledeća tri principa: selekcije, limitacije i deversifikacije. Naravno da se prvi zahtev odnosi na pažljiv izbor dužnika. Ali ma koliko bankari bili pažljivi, ostaju rizici vezani za nepredvidive promene ekonoskog okruženja, nepredvidive promene u poslovanju dužnika i sl.; zato je neophodno imati sistem ograničenja (limitiranja) za različite vrste i kategorije kredita. Svaka banka će imati svoja ograničenja, ali svaka će precizno definisati maksimalan iznos kredita koji se može odobriti jednom dužniku ili grupi povezanih dužnika, jednom sektoru ili jednoj vrsti ekonomske aktivnosti. Banke takodje definišu precizno, maksimalno učešće rizične aktive u ukupnoj aktivi. Treći princip kod menadžmenta kreditima je diversifikacija. Do određenog stepena, on je uključen u princip limitiranja. Može se reći da, što je banka više u mogućnosti da kreditira različite vrste dužnika, različite ekonomske grane i različita geografska područja, to je manja verovatnoća da će biti izložena ozbiljnim kreditnim problemima. Ovde prednost imaju velike banke, jer one mogu lakše diversifikovati svoje kredite od malih banaka. [461]

Poslednjih godina, supervizija više pažnje posvećuje kreditnoj kontroli u okviru banaka i, u mnogim slučajevima, preporučuje limite koje sama kreira, da bi sprečila veću koncentraciju rizika.

Na međunarodnom planu, sve je veći rizik vezan za odobravanje kredita stranim vladama, njihovim agencijama ili stranim privatnim kompanijama koje štiti država. Tu vrstu kreditiranja više ne čine kratkoročni krediti, već uglavnom finansiranje tekućih budžetskih deficita. To daje novu dimenziju kreditnom riziku; više nije dovoljno analizirati kreditnu sposobnost konkretnog dužnika, banke sada moraju analizirati i to da li dužnici imaju dovoljno stranih deviza (u slučajevima država), ili mogu doći do dovoljne količine stranih deviza (u slučaju kompanija). To podrazumeva procenu sadašnjih i budućih ekonomskih performansi zemalja i stabilnosti i karakteristika njihovih vlada. Takve procene danas prave sve banke. U skladu sa osnovim principima upravljanja kreditnim rizicima, kod upravljanja

[460] Ibidem, st. 99-101.
[461] Ibidem, st. 123-124.

pvim rizikom (country risk) trebaju se odrediti maksimalni limiti kredita koje može dobiti jedna zemlja i pojedini regioni u svetu, jer je iskustvo pokazalo da kada se pogorša kreditna sposobnost jedne zemlje, poverioci (bilo da su u pravu ili ne) su manje voljni da odobravaju kredite susednim zemljama. [462]

Treba reći i da kreditni rizik postoji kod vanbilansnih pasiva, isto kao i kod postojećih kredita u aktivi. Ako se banka obaveže da će odobriti sredstva u budućnosti, tu je prisutan rizik da će u vreme kada mora da ispuni obavezu, kreditna sposobnost dužnika biti pogoršana.

10.1.2. Rizik likvidnosti

Održanje adekvatne likvidnosti je osnovna pretpostavka bankarstvu. Mada postoje različite definicije likvidnosti, u praksi likvidnost prcclstavlja sposobnost banke da ispuni obaveze na vreme i da preduzme nove poslove kada to želi. Mada su potrebe za likvidnošću raznovrsne, mogu se klasifikovati u četiri nešto šire grupe:[463]

1. Potrebe da se zamene neto odlivi sredstava, bilo zbog povlačenja depozita na malo ili zbog povlačenja drugih oblika pasive.
2. Potreba da se pokrije izostanak očekivanog priliva sredstava, kada dužnici ne ispune svoje obaveze.
3. Potreba da se pronađu novi izvori finansiranja kada dospeju vanbilansne obaveze.
4. Potreba da se preuzme nova transakcija kada to banka želi tj. kada važan klijent traži sredstva.

Prva potreba za likvidnošću odgovara riziku finansiranja, druga odgovara vremenskom riziku, a treća i četvrta riziku nabavke sredstava u kratkom roku (call risk).

Postoji važna razlika izmedju poslova u domaćoj i poslova u stranim valutama. U prvom slučaju, određene aktive imaju neospornu likvidnost na osnovu toga što ih prihvata Centralna banka bilo na diskont ili kao zalogu za kratkoročne kredite. U mnogim zemljama je pravo na takve kredite od Centralne banke automatsko, uz zadovoljenje odgovarajućih uslova i u okviru napred utvrđenih kvota. Ne samo što je to dodatni važan izvor kratkoročne likvidnosti za pojedine banke, već postojanje takvih kreditora - kojima se uvek može pribeći - umanjuje strah od nekog većeg nedostatka likvidnosti. Međutim, kod poslova sa stanim valutama, ne postoji takva sigurnost. Banke obezbeđuju likvidnost, u potpunosti, putem svoje sposobnosti da posluju na finansijskim tržištima i iz kreditnih linija koje imaju sa drugim bankama.

Većina malih banaka uglavnom posluje u domaćoj valuti i zadovoljavaju svoje potrebe za likvidnošću na tradicionalne načine: držeći portfolio kratkoročnih aktiva i stvaranjem pogodnosti za pozajmljivanje, bilo kod Centralne banke ili

[462] Ibidem, str. 102.
[463] Ibidem, str. 103.

drugde. Takve banke su u prednosti jer se oslanjaju na izvore sredstava u formi većeg broja relativno malih depozita, tako da u normalnim uslovima one nisu pogođene većim odlivima novca - sem možda kod sezonskih kretanja, koja mogu predvideti. Mada, postoje i neki izuzeci od ovog pravila, jer jedan broj malih banaka ima veći deo pasive u obliku nekoliko velikih depozita od finansijski jakih klijenata.[464] I kod velikih banaka, domaći poslovi povećavaju stabilnost zbog većeg broja depozita na malo čije se jezgro može smatrati stabilnim. Ako se banke oslanjaju na mali broj velikih depozita, tada ove pogodnosti ne postoje.

Normalno je da velike banke očekuju da obezbede likvidnost iz obe strane bilansa. One uspostavljaju aktivno prisustvo na međubankarskim tržištima i tržištima na veliko, jer su im ona izvori kratkoročnih sredstava. One takođe drže spektar kratkoročnih aktiva, koje se mogu prodati, ako je potrebno, i koje služe da bi se obezbedili potencijalni poverioci, na taj način one doprinose mogućnostima nabavke izvora sredstava. Razlikuju se operacije na kratkoročnim novčanim tržištima od operacija sa nebankarskim klijetima. U prvom slučaju, banke mogu svakodnevno usklađivati ili stvarati neusklađenost kratkoročnih aktiva i kratkoročnih pasiva. Npr. banke mogu odobriti jednomesečne međubankarske depozite ili tromesečne depozitne certifikate iz sredstava koje pozajmljuju na dnevnoj bazi: moguća je i obrnuta transformacija rokova dospelosti: ako se očekuje povećanje kamatnih stopa, banke mogu odobriti kredite sa rokovima od jednog dana do jedne nedelje iz sredstava sa rokovima od 1 do 3 meseca. Te neusklađenosti su česte i važne, kako sa stanovišta likvidnosti, tako i sa stanovišta kamatnog rizika.

10.1.3. Kamatni rizik

Kad god se kamatni uslovi aktiva i pasiva razlikuju, tada će promenc kamatnih stopa na tržištu uticati na zaradu banke. Zbog raznovrsnosti finansijskih instrumenata na obe strane bilansa, određena odstupanja su neizbežna, tako da su, praktično, sve banke - do određenog stepena - izložene kamatnom riziku. Izborom između različitih tipova aktiva i pasiva, svaka banka može promeniti strukturu svog bilansa sa ciljem da poveća ili smanji izloženost riziku. Ako ALM menadžeri čvrsto veruju da mogu predvideti u kojim pravcima će se menjati kamatne stope u budućnosti, oni će prorneniti položaj banke u skladu sa tim: kuda se očekuje povećanje kamata, oni će učiniti aktive osetljivijim na promene kamata u odnosu na pasivu; a obrnuto kada se očekuje smanjenje kamata. S druge strane, ako su ALM menadžeri manje skloni riziku, ili ako smatraju da se ne može precizno predvideti buduće kretanje kamatnih stopa, onda će promeniti strukturu aktive i pasive, da bi umanjili izloženost riziku.

Težnja da se ogranici kamatni rizik je podstakla, tokom poslednjih 20-ak godina, supstituciju fiksnih kamata varijabilnim na kredite u aktivi. Te promene (o kojima smo više govorili u drugom delu) omogućavaju bankama da obavljaju svoju funkciju tranformacije rokova dospelosti u vreme promenljivih nominalnih

[464] Ibidem, str. 116.

kamatanih stopa; međutim, one neuklanjaju svu izloženost kamatnom riziku, jer diversifikovani bilansi uvećavaju verovatnoću postojanja kamatnih razlika kojih banka nije ni svesna- zbog nedostatka stalnog i detaljnog monitoringa. Prvi pristupi monitoringu izloženosti kamatnom riziku su bili na osnovu koncepta podudarnosti - to se danas više ne odnosi na podudarnost kamatnih uslova nego na podudarnost rokova dospelosti. Više tehnički pristup je onaj koji se bazira na konceptu trajanja (duration).[465]

PODUDARNOST KAMATA (interest matching) zahteva klasifikaciju aktiva i pasiva po periodima do promene cene (tj. do ponovnog podešavanja kamata). U slučaju kratkoročnih aktiva i aktiva po fiksnim stopama, to će biti rok dospeća; u slučaju roll-over kredita to će biti vreme do sledećeg datuma promene kamate (roll-over date). Svrha ovakvog usklađivanja je da se pokaže koliko je banka, na svakoj strani bilansa, vezana za određene kamatne stope i, u zavisnosli od toga, koliko je izložena promenama kamatnih stopa. Kao i kod rokova dospeća, nemoguća je potpuna podudarnost: praktično sve banke će biti izložene kamatnom riziku, i to neizbežno, a neke će odlučiti da uvećaju taj rizik u nadi da će povećati zarade.

Neki rizici se moraju prihvatiti, da bi se izašlo u susret željama klijenata: banke su retko u položaju da nameću uslove, a kada su poslovne veze izuzetno značajne za nju - ona mora biti fleksibilna i mora izaći u susret željama takvih klijenata.

Od neizbežnih kamatnih rizika se može, do određene mere; osigurati poslovanjem finansijskim fjučersima ili kupovinom opcija; međutim, potoji samo ograničen broj fjučersa i opcija kojima se aktivno trguje, tako da i pored njihove upotrebe, ostaju banci relativni kreditni rizici tj. ma koliko banka bila nesklona riziku - neće moći da izbegne sve kamatne rizike.

Pored toga što je neizbežna određena izloženost kamtnom riziku, neke banke imaju poslovni običaj da se izlože dodatnom riziku, jer žcle da profitiraju od anticipiranih promena kamtnih stopa. Postoje različiti pristupi rizicima i zaradama: neke banke (tj. njihovi menadžeri) tvrde da usklađuju kamate gde god je to moguće, ali mnogi naglašavaju da je jedna od osnovnih funkcija ALM-a da se anticipiranjem promena kamatnih stopa zarađuju više kamatne marže. Argument za drugi stav je: da je takav oblik ponašanja defanzivan i neophodan da bi sc predvidela tražnja nebankarskih klijenata, od kojih se većina ponaša u skladu sa očekivanim kamatnim stopama. Velike korporacije danas imaju sofisticirana odeljenja upravljanja novcem (money-management departments) koja prate kamatne stope, anticipiraju ih i mogu da prenose likvidna sredstva između različitih aktiva ili različitih institucija. [466]

Banke koje dobro anticipiraju promene kamatnih stopa i koje poremete usklađenost kamata u aktivi i pasivi, u skladu sa očekivanim kretanjima tržišnih

[465] Ibidem, str. 111.
[466] Ibidem, str. 112.

stopa (koja se zaista i ostvare) - značajno uvećavaju kamatne marže. Međutim, ne može se očekivati da banka uvek bude u pravu, a neusklađenost kamata, neizbežno izlaže banku potencijalnim gubicima; što su kamate varijabilnije, to je veći rizik. Stoga, banke moraju odlučiti koliki rizik su u stanjti da prihvate, moraju stalno pratiti tekuću i potencijalnu izloženost riziku i da reaguju kada je potrebno vratiti rizike u određene limite. Bilo da je banka nesklona riziku ili stalno remeti usklađenost kamata, ne bi li zaradila veće kamatne marže, neophodno je da ima neka sredstva kojima će da prati izloženost riziku. Supervizija sve više zahieva nameđe bankama, da bi ih naterala da obezbede takva sredstva. U Nemačkoj, supervizija zahteva od banaka da izdaju izveštaje u kojima će bili opisane metode koje koriste po proceni kamtnog rizika. U Holandiji, banke su obavezne da stalno izveštavaju superviziju o izloženosti kamatnom riziku. [467]

Alternativna tehnika merenja izloženosti kamatnom riziku je baziranja na konceptu TRAJANJA (duratiori). Ovaj koncept se dugo koristio pri proceni vrednosti obveznica, a od skora se primenjuje i u bankarstvu. To je više tehnički pristup i može se opisati kao: dospelost sa vremenskog aspekta. Primer sledi: pretpostavimo tri finansijska instrumenta sa rokovima dospelosti od po pet godina:

a) obveznice korporacije sa godišnjom isplatom kamate do 10%;

b) amortizacioni zajam, koji donosi 10% prihoda;

c) obveznicu koja se ne isplaćuje parcijalno (zero-cupon bonl) sa prihodom od 10%.

Svi ovi instrumenti imaju istu dospelost, ali vrlo različite novčane tokove (prilive). Prvi instrument ima godišnje prilive koje čine: kamata na kraju svake godine i kamata i glavnica na kraju pete godine. Drugi instrument donosi pet jednakih anuiteta: deo glavnice i deo kamate. Treći, donosi jedan priliv, posle pet godina, koji ima glavnicu i roll-over kamatu.

10.1.4. Valutni rizik

Značaj valutnog rizika je sve veći, tokom poslednjih 20-ak godina, zahvaljujući ekspanziji poslova sa stranim valutama i većoj varijabilnosti deviznih kurseva. Sve velike banke danas posluju širokim izborom valuta (1979. god. New Xork based Citicorp je aktivno poslovala preko 90 različitih valuita) [468] Američki dolar je i dalje najvažnija valuta, ali se posluje i drugim valutama; što je šira mreža filijala banaka, to je broj valuta u kojima banka posluje sve veći. Poslovanje stranim valutama otvara nove mogućnosti i rizike, isto kao i kada se posluje po različitim kamatnim uslovima. Npr. ako su dolarske aktive veće od dolarskih pasiva, banka će zaraditi od povećanja vrednosti dolara i imati gubitke od smanjenja vrednosti dolara. Ako su dolarske pasive veće od dolarskih aktiva, slučaj je obrnut. Mnogo rizika se

[467] Isto, str. 114
[468] Ibidem, str. 127.

može izbeći ako je bilans totalno usklađen, što znači da valutna struktura aktive odgovara valutnoj strukturi pasive; takav bilans je moguće napraviti.

Valutni rizik se može izbeći bilo odvajanjem operacija u različitim valutama tj. da se odobravaju krediti u dolarima iz izvora sredstava u dolarima; da se krediti u sterlinzima finansiraju pozajmicama sa tržišta u sterlinzima; itd., ili lako što će se kompenzirati trenutna neusklađenost neutralizacijom te pozicije poslovnim operacijama koje tek treba da se preduzmu. Međutim, uvek će potojati određeni stcpen izloženosti valutnom riziku i to iz nekoliko razloga: prvo, banke koje redovno posluju jednim brojem valuta će imati malu izloženost riziku, tako da je za njih previše skupo da se osiguraju od valutnog rizika. I u praksi, banke razlikuju "tekući" položaj tj. onaj koji potiče iz svakodnevnih operacija, od "strukturnog" položaja tj. one izloženosti riziku koja je namerno odabrana. Drugo, čak i banke koje imaju usklađenu poziciju, mogu računati na određeni valutni rizik. Uzmimo primer banke koja uzima depozite u švajcarskim francima, menja ih (svopira) na tri meseca u dolare i investira u njujoršku banku. Transakcija je osigurana i banka je sigurna da će joj se vratiti glavnica u švajcarskim francima za 3 mcseca, ali od rizika nije osiguran dolarski interes koji treba da primi, sem ako banka ne preduzme posebnu transakciju; u ovom slučaju, velike promene kamatnih stopa mogu značajno uticati na profitabilnost transakcije. I treće, promene deviznog kursa utiču nakapitalni racio (jer se kapital iskazuje u domaćoj valuti). U zemljama gde supervizija prihvata dugoročno finansiranje kroz emisiju obveznica - da bi se zadovoljili odnosi u kapitalnom raciu - banke imaju širi prostor da neutrališu efekte promene deviznih kurseva. Međutim, ne priznaju svi supervizori finansiranje putem emisije obveznica oblikom kapitala, u nekim zemljama takvi izvori sredstava se smatraju sekundamim kapitalom, koji je dozvoljen, ali do određenog iznosa.

Zvanična regulacija ograničava slobodu banaka kod upravljanja ovim rizikom, ali ne zabranjuje sve neusklađene pozicije i tako ne otklanja potrebu za upravljanjem valutnim rizicima, kao delom ALM. Postoji potreba za razvijenim sistemom ograničenja neusklađenih valutnih pozicija; a postoji i potreba za diversifikacijom valtih portofolia, da bi se potencijalni gubici od promena deviznih kurseva zadržali na minimumu. Banke se, u praksi, razlikuju po sklonoti ka valutnom riziku; neke stalno imaju neusklađene pozicije, sa ciljem da profitiraju od očekivanih pro-mena deviznih kurseva; druge odvojeno tretiraju valutni rizik u uskim granicama.

Upravljanje valutnim pozicijama, kao i drugi aspekti ALM, podrazumeva kratkoročna i dugoročna razmatranja. U kratkom roku, banke mogu prepniviii valutne strukture aktive i pasive, poslovanjem na nizu tržišta. U dugom roku, banke se mogu agresivnije boriti za poslove u određenim valulama i mogu menjati dugoročne nabavke stalnih valuta. Ako je to u skladu sa njenim dugoročnim planovima, banka može težiti da razvije bankarske operacije na malo u drugim valulama, sa ciljem da se uvećaju izvori valute koja se želi.

Razlog opreznosti zbog neusklađene valutne pozicije, je taj što su rizici vezani za to nisu ograničeni samo na gubitke zbog nepredviđenih promena deviznih kurseva. Tu su prisutni i: kreditni rizik - koji proističe iz odlaganja u izvršenju transakcija, rizik likvidnosti - koji zavisi od toga da li je banka u stanju da ispnni svoje obaveze u stranim valutama, i već smo napomenuli da poslovanje stranim valutama uključuje i kamatne rizike - treba istaći da je kretanje deviznih kurseva često u vezi sa kretanjem relativnih kamatnih stopa (koje zavise od vrste finansijskog instrumenta, vrste emitenta, poslovnog položaja emitenta i sl.); zato neusklađenost valutne i kamatne pozicije često izaziva rizike koji nisu nezavisni.

Supervizija nameće obavezan stalan nadzor nad valutnorn pozicijom banaka. Obično se zahteva redovno izveštavanje o toj poziciji i često je delfinisana makslmalno dozvoljena otvorena (neusklađena) pozicija. Ona zavisi od visine kapitala banke.

11. BERZE

U teoriji i praksi, berza reprezentuje posebno stalno tržište na kome se po unapred utvrđenim uzansama i pravilima i po utvrđenim vremenskim sekvencama kupuje i prodaje određena roba. Kupovina i prodaja robe su predmet poslovanja berze shodno statutu i pravilima igre.

U berzanske transakcije ulaze novac, devize, vrednosni papiri (npr. akcije i deonice) i roba (kao tipiznrani proizvodi poljoprivrede i industrije).

Sve berzanske poslove obavljaju članovi berze na samoj berzi sa posrednicima koji se nominuju kao senzali ili brokeri. Takav je slučaj sa angloameričkim berzama, koje rade kao deoničarska društva na principu sticanja profita. Jedino se kontinentalne berze izdržavaju od taksa za obavljene poslove i od članarina članova berze.

Sa stanovišta predmeta berzanskog poslovanja sve berze, u teoriji i praksi, se dele na (1) efektne berze (ili tržište kapitala), (2) devizne berze (ili devizno tržište), (3) novčane berze (ili tržište novca) i (4) robne berze (ili produktne berze).[469]

Na tzv. efektnoj berzn predmet poslovanja čine razni oblici vrednosnih paiira kao što su deonice, akcije, certifikati i ostali oblici vrednosnih papira (poput nota). Ovaj tip finansijskog tržišta, kao tržište kapitala, obezbeđuje korporacijama, društvima, preduzećima i pojedincima relativno brzu modifikaciju strukture investicionih portfelja, transformaciju štediša i zajmotražioce i distribuciju i alokaciju rasioloživih finansijskih sredstava u rentabilne investicione projekte. Kvantitativni rast iriliva i odliva kratkoročnog i dugoročnog kapitala faktički uvećava volumen vrednosnih papira na kupoprodajnoj ceni domaćih i stranih rezidenata čime se tržište kapitala internacionalizuje. Zbog toga. na tzv. efektnim berzama raste mre-

[469] Dr A, Katunarić, Banka, Principi i praksa bankovnog poslovanja. Centar za informacije i publicitet. Zagreb, 1988. st. 356.

ža berzanskih posrednika u formi tzv. brokera za obavljanje naraslih transakcija vrednosnim papirima u formi terminskih poslova i promitnih poslova.

Za razliku od efektnih berzi, na deviznim berzama se usklađuje ponuda i tražnja deviza i utvrđuje se devizni kurs, koji je i pod uticajem intervencionističke politike nacionalnih monetarnih vlasti. Međunarodni platni promet između domaćih rezpdenata i nerezpdenata reprezentuje osnovicu za funkcionisanje deviznog tržišta na kome se obavlja kupovina i prodaja deviza u vezi sa uvozom i izvozom robe i usluga.

Na deviznom tržištu sve devizne transakcije obavljaju brokeri, koji funkcionišu kao posrednici na deviznom tržištu bez mogućnosti kupovine i prodaje deviza u svoje ime i za svoj račun. Isto tako, na deviznom tržištu učestvuju i tzv. dileri. kao posebni trgovci devizama, koji u ovlašćenim bankama (kao učesnicama na deviznom tržištu) obavljaju poslove kupovine i prodaje.

Na deviznim berzama obavljaju se prometni i terminski poslovi. Prometni poslovi praktično obuhvataju svaku kupovinu i prodaju deviza koja se obavlja odmah ili najkasnije dva dana od dana zaključene kupoprodaje, s tim što centralna banka može intervenisati onda kada devizni kursevi osciliraju iznad ili ispod donje i gornje granice interventnog kursa. Terminski poslovi, pak, reflektuju svaku kupovinu i prodaju deviza, ali bez intervencija centralne banke u procesu formiranja deviznog kursa (pošto na terminskom deviznom tržištu devizni kursevi mogu fluktuirati u daleko većim rasponima nego na prometnom deviznom tržištu.[470]

Kada se sa galerije za posetioce izbliza osmotri bilo koja svetska pijaca kapitala (npr. Tokijska berza) doživljaj uživo je dosta impre sivan. Na prvi pogled sve je kao u mravinjaku i svi se na sve strane žure. “Muvanje” počinje na znak zvona kada se aktiviraju kompjuteri i kada počinju da trepte semafori. Od tog trenutka, akcije počiniju da padaju ili skaču. Jedni prodaju, drugi kupuju. Jedni gube, drugi dobijaju. Na znak zvona ponovo se sve prekida. Pauza je tu da se obnovi energija. osmisli strategija i sačini evidencija. I, opet sve iznosa dok se ne završi to drugo poluvreme berzanskog dana.

Na samoj berzi sve se čini haotično. U suštini je ipak sve jednostavno u berzanskim pravilima: rečje o neprestanoj licitaciji. Berzaje, u stvari, velika pijaca na kojoj se neprestano trguje posebnom robom, koja se zove vrednosni papiri. Reč je o akcijama i obveznicama sa svim varijantama i podvarijantama u zavisnosti od toga ko ih izdaje, kad dospevaju i šta sve garantuju. Na berzi su prisutni kupci i prodavci, odnosno njihovi ovlašćeni i stručni predstavnici, berzanski posrednici - brokeri. Na klackalici između ponude i tražnje formira se cena, koja raste ili pada u zavisnosti od toga kada preovladaju kupci, a kada prodavci.[471]

Berza je ključna institucija ekonomskog mehanizma koja obezbeđuje “glatko” finansiranje vlade (budžeta) i korporacija, i koja omogućava pojedincima

[470] P. Ivanović, Fjučersi, Ekonomskn fakultet, Podgorica. 1996.
[471] J.C. Augros i P. Navatte, Bourse, Vuibeil, Paris, 1987.

da svoj novac ulože organizovano i unosno sa najvećom verovatnoćom. U krvotoku ključnih, vodećih berzi je kapital iz celog sveta koji "juri" voljne investitore, koji se opet najviše interesuju za akcije korporacija iz tzv. prve lige. A ta "prva liga" upravo obavezuje korporacije da posluju javno, što je od posebnog značaja za odlučivanje investitora (kao poluge u mehanizmu "nevidljive ruke" tržišnog regulatora).

I sada kada svaki pojedinac odluči da svoje pare uloži u akcije (a ne u banku), da bi dobio veću dobit od dividende nego od kamate, treba da zna da, najpre, mora da ode u firmu koja posluje sa "sekjuritis" - berzanskim papirima. Njegova porudžbina se telefonom ili kompjuterskom linijom dostavlja šalteru firme u berzanskoj dvorani u kojoj se dotična porudžbina od strane "nadležnog činovnika" prenosi u jednoj od pet središnih "tezgi" na kojima se u stvari trguje. Za tom tezgom sedi predstavnik "saitori" firme, koji na posebnom formularu usklađuje naloge za prodaju i kupovinu. Posao se sklapa tek onda kada se izjednače brojke sa leve i desne strane formulara, što znači da su se sreli prodavac koji je ponudio najnižu cenu i kupac koji je licitirao najbolju ponudu.

Ceo posao posmatra berzanski kontrolor. Kada se usklade brojke ponude i tražnje određene kompanije transakcija je zaključena. To se odmah registruje na posebnoj tastaturi, i kanališe u centralni berzanski kompjuter, gde instant preračunava trenutni kurs određenih akcija i pokazuje na zidnom semaforu. Podaci o transakciji u programu se "melju" i služe za izračunavanje ukupnog indeksa berzanskog prometa - uprosečenih cena svih akcija. A to se upravo uzima kao glavni indikator "temperature" nacionalne ekonomije.

Kada se to završi, pojedinac, koji je težio da kupi akciju, biće odmah obavešten o transakciji. Platiće za tri dana vrednost akcija i proviziju brokeru. Akcija ne dobijau ruke. Akcije ostaju u "nekom" trezoru. Pojedinac dobija samo potvrdu o vlasništvu.

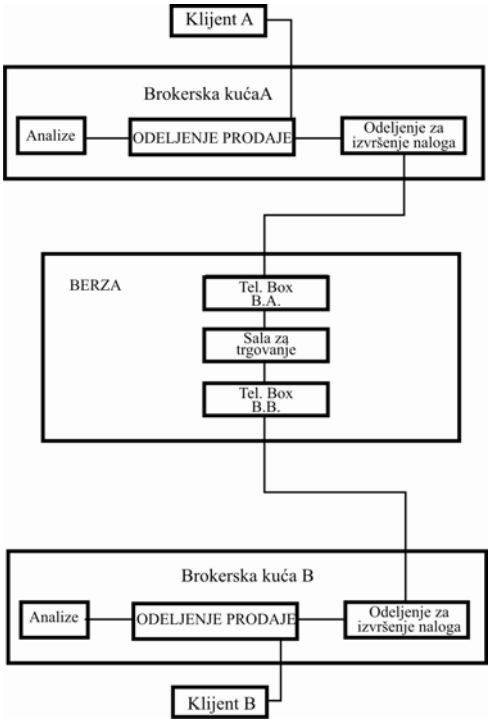
Svi poslovi, u krajnjoj instanci, obavljeni su u nekom "ludom" ritmu, pošto je sporazumevanje rukama u berzanskoj dvorani između brokera obavljeno utvrđenim signalima (otvorena šaka signalizira prodaju, dlan okrenut licu signalizira kupovinu, kompanija se identifikuje posebnim gestom, brojevi se šifriraju prstima). To je ipak najbrži, metod komunikacije iako se berzanska aktivnost ne može zamisliti bez kompjuterske terminologije.

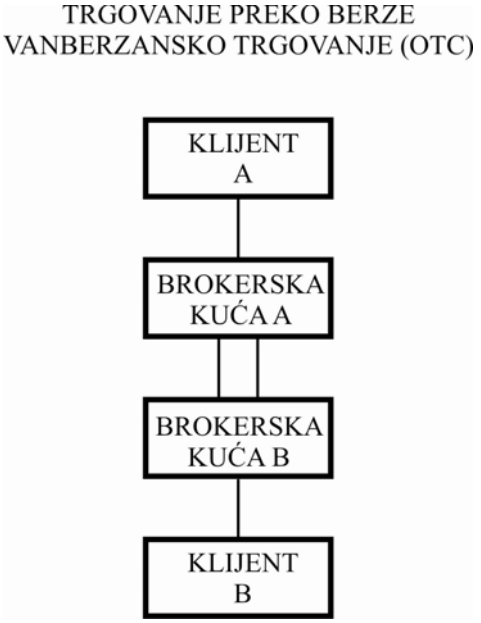
Izvan berzanske "lude kuće" obavlja se, isto tako, trgovina u posebnim "tihim" Osobama u kojima dominiraju kompjuterski ekrani. Napetost je jedino primetna na licima eksperata koji motre svaku smenu brojki i koji reaguju - što je brže moguće - na svaku promenu. Inače. sama berza je neprofitna organizacija koju su osnovale kompanije koje žive od posredovanja u trgovini akcijama.

No, i berze su podložne potresima. Poznat namje "crni ponedeljak" iz 1987. god., pa i "crni petak" iz 1989. god., kada je zavladala opšta panika među berzanskim akternma (dilerima i brokerima). Od tada pa sve do današijih dana berzanski poslovi nisu se oporavili uprkos najavljenom optimizmu.

Padu raspoloženja na tržištima hartija od vrednosti, odnosno na berzama doprinosi kombinovani strah od inflacije, skoka kamatnih stopa i nedostatka likvidnosti koji prati rast cena novca. Poljuljano poverenje na berzama otkriva zabrinjavajući pad tokijskog indeksa "Nikkei", koji je uvek bio "jak" indikator za interie kredite i izvor poverenja, kada se radi o štednji. Pad prometa obveznica i akcija na berzama usled usporavanja kretanja profita, američkih kompanija i usporavanja privredne aktivnosti odražava se već i na ukupan berzanski indeksVal Strit-a - "Dow Jones", naročito posle recentnijih događaja na tržištu tzv. Junk-bound (obveznice sa izuzetno visokim rizikom), uključujući i "rat u zalivu".

Na tržištu akcija širom sveta dominiraju optimistička mišljenja u pogledu izlaska industrijski razvijenih zemalja iz ekonomskih poteškoća. Podsticaji novom talasu tražnje za deonicama firmi uglavnom potiču sa Volstrita, budući da se očekuje da Dau Jons indeks uskoro preskoči psihološku granicu od 3.000 poena. Takvo uverenje navodi investitore na kupovine američkog dolara, koji beleži iznosa višu vrednost.





No, na tržištu akcija primetan je skok francuskog SAS indeksa i nemačkog DA indeksa. Manji porast vrednosti indeksa i akcija u SAD i Japanu rezultat je tzv. programskih prodaja (fjučersa). Ovi fjučersi su vrsta finansijskih instrumenata koji se bilo kuiuju bilo prodaju unapred u cilju zarađivanja na kretanju indeksa ili osiguranja pozicija ia tržištu akcija.

Na tržištu obveznica investitori očekuju dalji pad kamata i novi talas povećanja tražnje. A ako cena obveziica padne, očekuje se ipak povećanje tekućeg prinosa.

Na tržištu deviza većina investitora očekuje da je dolar na putu oporavka i da će u budućnosti dobijati u vrednosti naročito prema marki, švajcarskom franku i jenu.

Konačno. na tržištu sirovina cena zlata i nasrte treba da ostane na relativno stabilnijem nivou od 367 dolara po unci i 19.35 dolara po barelu.

Berzaje posebno organizovano i stalno mesto (tržište), koje je pod nadzorom države i na kome se susreću kupci, prodavci i mešetari u određeno vreme u vezi sa vrednosnim papirima, devizama, kratkoročnim kreditima, trgovinskom robom i uslugama. Drugim rečima, berza je aukcijsko tržište za prodaju i kupovinu vrednosnih papira, kao što su obveznice i deonice, odnosno berze su organizacije koje omogućavaju investitorima kupovinu deonica i obveznica.[472] U SAD se na berzama faktički trguje izdatim vrednosnim papirima. Zato se berze i nominuju kao sekundarno tržište (secoudary market), koje se razlikuje od primarnog tržišta (primary market) na kome se nude novi vrednosni papiri koji se još nisu potvrdili na tržištu.

U SAD se berzansko tržište "svodi" na New York Stock Exchange (NYSE) na kome se inače inicijalno javlja oko 72% emitovanih deonica, a tu je i American Stock Exchange (AMEX) sa 18% deonica.

NYSE na Wall Street-u organizovana je kao nekorporativno udruženje neprofitnog karaktera (noprofit unicorporated assotiation). Berza ne kupuje i ne prodaje vrednosne papire, već samo omogućava individualnim članovima trgovinu sa vrednosnim papirima.

U berzanskom poslovanju se redovno pojavljuju i brokeri i dileri, koji trguju na berzi, pod uslovom da ispunjavaju strogo propisane uslove. Broker je mešetar, odnosno osoba (lice) koja ispunjava kao agent sve naloge za drugoga uz određenu proviziju. Diler je pak trgovac, odnosno fizičko i pravno lice koje posluje u svoje ime i za svoj račun. Na razlici između kupovne i prodajne cene diler zaraćuje u formi dobiti.

U SAD članovi NYSE su (1) mešetari koji rade za proviziju, (2) mešetari na parketu, (3) registrovani trgovci, (4) specijalisti, (5) trgovci koji trguju rasparenim zaključcima i (6) trgovci koji prodaju u bloku. Mešetari koji rade za proviziju jesu agenti za nečlanove berze sa kojima mogu osnivati brokerske kuće. Ovi mešetari (Commission brokers) za svako ispunjenje naloga od klijenata

[472] V. Gorenc, Organizacijama berze, Finansijska praksa 8-10, st. 413.

naplaćuju proviziju sa fiksnom tarifom u zavisnosti od količine novca uključene u nalog. Mešetari na parketu (floor brokers) po pravilu obavljaju poslove i zadatke za druge članove berze i za to nagšaćuju naknadu. Registrovani trgovci (registered traders) su članovi berze i kao takvi, oni kupuju i prodaju deonice za svoj račun i u svoju korist. Njihova aktivnost značajno pridonosi smanjenju raspona između ponuđene i tražene cene akcija.

Specijalisti, pak, predstavljaju članove berze, koji simultano deluju n kao dileri (mešetari) i kao dileri (trgovci); dakle i za drugoga i za svoj račun. Trgovci koji trguju rasparenim zaključcima (Od lot dealers) jesu faktički članovi berze, koji simultano i kupuju i prodaju vrednosne papire od klijenata (commission brokersa) u manjim količinama od 100 komada. Ovi dileri ne participiraju u proviziji koji klijent plaća svom brokeru. ali zato zarađuju na razlici između kupovne cene od klijenta i prodajne cene brokeru. Najzad, lica koja prodaju u bloku (Block positioners) jesu članovi berze koji se javljaju tokom 70-tih godina. Blok posncioneri poslju sa količinama u kojima vrednosni papir ima tržišnu vrednost od najmanje 200.000 USD.

Na berzama se obavlja proces kotiranja i notiranja. Kotiranje (ili kotacija) je sposobnost vrednosnog papira da se pojavi u berzanskoj trgovini. U kontinentalnom modelu (frankfurtski), propuštanje vrednosnih papira kroz berzansko poslovanje zadatak je posebnog tela na samoj berzi (Zulassungsselle),[473] koje odlučuje o vrednosgoš papirima koji će biti pušteni u berzanski promet. Sam postupak kotiranja počinje na zahtev jednog od kreditnih zavoda zastupanih na barzi. Sada je Zulassungsselle nadležna (1) da traži podnošenje isprava koje čine podlogu za vrednosne papire, koje će se emitovati i da te isprave ispita. (2) da se stara da javnost bude informisana o okolnostima za ocenu vrednosnih papira koji se prepuštaju službenoj berzanskoj trgovini i (3) da ne propusti emisiju. Minimalni obim koji se propušta službenoj berzanskoj trgovini, po gornjem modelu iznosi 500.000 DEM po papiru. Na primarnom tržištu se emituju vrednosni papiri, dok se na sekundarnom tržištu, tj. berzi vrednosni papiri smatraju predmetom berzanske trgovine. U tom kontekstu, Zulassungsselle objavljuje propuštanje vrednosnih papira službenoj berzanskoj trgovini afiširanjem u prostorijama berze i u službenoj kursnoj listi.

Notiranje je beleženje kursa vrednosnih papira na berzanskom sastanku svakog berzanskog dana. To je tzv. dnevna berzanska notacija. U pređašnjem frankfurtskom modelu notiranje je povereno posebnoj grupi maklera (tzv. tečajni makleri). Tb je tzv. službeno utvrđivanje berzanskih kurseva. Za svaku akciju (koja se notira na berzi) svakog dana se utvrđuje tzv. jedinični kurs (tečaj). "Tečajii makler određuje kao tečaj onaj kod kojega se postiže najveći promet, dakle, gde se ponuda i tražnja poklapaju, ali i ostvaruje najveći promet. Tečajevi koje saopšti tečajni makmler pojavljuju se u elektronskom uređaju berze i TV - uređaju, a kasnije i u službenoj tečajnoj listi berze, koja se pojavljuje u 17,00

[473] Ž. Mrkušić i A. Petriš-Mrkušić, Burzovno poslovanje, Informator, Zagreb. 1990. st. 23-24.

sati.” Kursni makleri svakog dana predaju notirane kurseve prodajnoj centralni za objavljivanje u bankama i za uključivanje u sistem svetskog berzanskog izveštavanja i za prenošenje kurseva na monitore u berzanskoj zgradi.

Po obimu poslovanja Londonska berza zauzima visoko treće mesto odmah iza Njujorške i Tokijske berze, budući da se na njoj službeno kotiraju gotovo 10.000 vrednosnih papira. Tu je razvijena i trgovina državnih obveznica, koje čine 30% nominalne vrednosti svih vrednosnih papira koji kotiraju i oko 50% tržišne vrednosti berzanskih transakcija.[474]

Članovi Londonske berze dele se na brokere i jobbere. Brokeru odlazi svaki investitor ili štediša koji preferira da uloži novac u vrednosne papire. Taj nalog broker prenosi jobbera, koji na razlici između kupovne i prodajne cene vrdnosnog papira (spread) ostvaruje zaradu u vidu turn-a (dobit na kursu). Jobber ne ostvaruju proviziju, jer provizija u vidu tzv. mešetarine (brokerage) pripada jedino brokeru. U tom poslu, svaki jobber prati “sistem obračuna'“ na osnovu koga se sakupljaju svi nalozi za kupovinu i prodaju na obračun. To pak omogućava jobbera da “venča” (spoji) kupce i prodavce istih vrednosnih papira, ali bez prisustva tzv. promptnih poslova sa neposrednim plaćanjem i ispravkom (tzv. cash poslovi). Isto tako, sistem obračuna omogućava jobberi da prima odd-lot, tj. naloge za manji broj vrednosnih papira nego što je broj propisan za svaki nalog.

Osnovni preduslov za kotiranje na berzi (za papire koji se već kotiraju i za nove emisije) jeste sam čin podnošenja polugodišnjih izveštaja i objavljivanja završnog računa u cilju detaljnog informisanja postojećih deoničara i budućih investitora o sadašnjem poslovanju i o izgledima u budućnosti. “Novi deoničarski kapital kompanije, čije deonice već kotiraju na berzi, mora se prikupiti ponudom prava opcije (right) postojećim deoničarima, u proporciji sa brojem deonica koje već poseduju. Kapitalizacijske emisije (capitalisation issues) deonica, koje su potpuno isplaćene iz rezervi kompanije, raspoređuju se proporcionalno među postojeće deoničare.”

Jedino se na Pariskoj berzi kotiranje vrednosnih papira obavlja na tri načina kotiranja, i to; (1) izvikivanjem (la cree), (2) opozicijom ili konfrontacijom (p'ar oppositions) i (3) putem kutije (par casiers). Svi vrednosni papiri, koji se kotiraju, obično su razvrstani u deset grupa, u cilju utvrđivanja kursa. Za jednu grupu vrednosnih papira kurs se utvrđuje opozicijom (konfrontacijom). Za dve grupe vrednosnih papira kurs se utvrđuje putem kutije (pretinac, fah). Za sedam grupa vrednosnih papira kurs se utvrđuje izvikivanjem.

U svakom procesu kupoprodaje vrednosnih papira plaća se tzv. berzanski porez u iznosu od 0,75-6 promila. Jedino je kupoprodaja francuskih renti oslobođena plaćanja poreza. Porez na dohodak se plaća na dividende. Poreski obveznik ima mogućnost da od primljene divndende odbije 50% poreskih

[474] Dr M. Hanžeković, Vrijednosni papiri i njihovo tržište, Institut za javne finansije, Zagreb, 1990. st. 55-56

obaveza. Kamata na obveznice se ne oporezuje, ali samo do određenog iznosa. Iznad tog "određenog iznosa" plaća se porez po proporcionalnoj stopi.

Današije moderne berze se javljaju krajem 18. veka. "Sada postoje berze hartija od vrednosti (efektie berze) koje su tržište dugoročnog kapitala, devizne berze, novčane berze, koje su tržište kratkoročnih kredita, robne (produktne) berze i berze usluga na kojima se sklapaju poslovi osiguranja i iznajmljivanja brodskog prostora. Osnovni predmet poslovanja na efektnoj berzi jesu razne vrste prvorazrednih hartija od vrednosti kao što su: akcije akcionarskih društava, industrijske i državne obveznice, investment certifikati, kao i druge hartije koje se lako mogu prodati na berzanskom tržištu, a koje su statutom berze ili drugim javnim aktom uvršćene u lisitu hartija od vrednosti kojima se može trgovati na berzi. Finansijsko tržište koje ierfektio funkcioniše na efektnoj berzi omogućuje pojedincima i korporacijama da vrlo brzo promeče strukturu svojih investicionih portfelja i da se bez potreba u slučaju potrebe pretvore iz štediše u zajmotražioca. Na taj način vrši se racionalna alokacija resursa, odnosno usmeravanje raspoloživih finansijskih sredstava u investicione projekte koji su najproduktivniji i najrentabilniji. Na efektnim berzama mogu se zaključivati promptni (kasa-efektivni) ili terminski poslovi. U prvom slučaju dolazi do stvarne realizacije kupovine i prodaje hartija od vrednosti, a realizacija posla vrši se u roku od dva dana od dana zaključenog posla. Ipak. glavni posao na efektivnnm berzama je terminski posao, koji od samog početka rada ovih vrsta berzi do danas ostaje glavni nosilac berzanskih špekulacija hartijama od vrednosti i finansijskim kapitalom. Ni u našoj zemlji berza kao institucija nije nepoznata. Prva berza je osnovana u Beogradu (1886), Zagrebačka berza je osnovana 1919, a Ljubljanska 1924. godine. Posle drugog svetskog rata jedina berza u Jugoslaviji (do nedavno) bila je Produktna berza u Novom Sadu koja je osnovana 1954. godine."[475]

Berza je stalno mesto trgovanja po strogo utvrđenim uzansama i pravilima za "robu" koja nije prisutna na berzanskoj sceni. Bazična funkcija berze je da osigura stabilnost tržišta bez obzira da li se radi o efektivnoj berzi (berza vrednosnih papira, kao tržište dugoročnog kapitala, novčane berze, kao tržište kratkoročnih sredstava i devizne berze) ili o produktivnoj berzi (robne berze ili tržišta određenih proizvoda) ili berzi usluga (tržište poslova osiguranja i iznajmljivanja brodskog prostora). Berze vrednosnih papira jesu organizacije privatnog vlasništva u SAD, Japanu, V. Britaniji, Kanadi i Australiji, ali sa jakim državnim nadzorom i javnom kontrolom. Berze u Nemačkoj, Francuskoj, Italiji i Švajcarskoj su javne ustanove.

Poslovanje berze obavlja se u tzv. glavnoj dvorani, koja se zove pit ili ring (engleski termin), odnosno parquet ili corbeille (francuski termin), i sa strogo utvrđenom satnicom. U toj dvorani trguje se vrednosnim papirima koji se po propisima berze mogu kotirati. U SAD čak postoji zakon u formi tzv. SEC-a koji je propisao maržu (margin) kao osnovni uslov za trgovanje vrednosnim papirima.

[475] Mr D. Milojević, Hartije od vrednosti i finansijsko tržište, Knjigovodstvo 8-9/90, st. 149.

Ovu propisanu maržu mora svaki nalogodavac da plati kod mešetara, odnosno brokera uporedo sa davanjem naloga za kupovinu ili prodaju vrednosnih papira. Maržu propisuje emisiona ustava SAD, nosredstvom koje utiče na obim i stabilnost poslovanja berze. Na berzi se pojavljuje određeni najmanji broj vrednosnih papira, ali sa "višestrukom količinom tog najmanjeg broja". U pravilu, to je lat. kao jedinica zaključka, koji reprezentuje paket sa 100 komada papira. Brokeri koji su spremni da preuzmu naloge sa manjim brojem vrednosnih papira jesu odd-lot dealers-ix.

Kupoprodaja vrednosnih papira se obavlja na tri načina, i to: (1) putem direktne kupoprodaje između kupaca i prodavaca hartija od vrednosti. (2) putem berze vrednosnih papira (tzv. berza efekata) i (3) putem kupoprodaja vrednosnih papira na šalteru (over-the-counter market). Na berzi se prvenstveno trguje akcijama (deonicama), dok se na tržištu preko šaltera najviše trguje obveznicama. Naziv, neslužbenim tržištima trguje se vrednosnim papirima koji nisu ispunili vrlo oštre uslove berze. Zato je ovo tržište i smešteno u sporednim prostorijama i hodnicima berze.

Obavljenu kupoprodaju vrednosnih papira na berzi prati politika objavljivanja kurseva, kao važnih pokazatelja stanja i kretanja u privredi. U SAD je poznat DOW Jonesov indeks, koji svakodnevno objavljuje Wall Street Journal kako bi kupci i prodavci pratili informacije o privrednom poletu ili slabljenju konjunkture. "Američka berza i londonska berza objavljuju čitav niz podataka o svakom vrednosnom papiru kao što su npr. dnevni kurs, najniži i najviši kurs poslednjih 12 meseci, obim prometa, visinu dividendi, najviši i najniži kurs, te razliku u kursu od prethodnog dana."[476]

Poređenje dve oznake, i to: P/E - price aming ratio i Yield, Yld - zarada. "P/E pokazuje koliko je puta veća berzanska vrednost ili cena (market value) deonice u odnosu na ostvarenu profit društva u određenom razdoblju. Dobija se tako da se cena deonice podeli sa zaradom po deonici. Zarada (YLD) se izračunava u procentu od nominalne cene deonice."[477] Objavljivanje (berzanska vrednost akcija i zarada) "iznudilo" je saradnju i sporazumevanje među berzama na nacionalnom i međunarodnom nivou. U tom smislu je EU obrazovala berzansku komisiju koja je svoje aktivnosti već usmerila u pravcu ujednačavanja stope poreza na berzanske transakcije koje se kreću od 0,10% u Italiji i Španiji do 1,0% u Danskoj i Irskoj.

Na svim berzama sve berzanske poslove mogu obavljati samo članovi berze, kojomupravljaju skupština, upravni odbor i direktor (predsednik) sa manjom ili većom kontrolom određenog državnog organa. Berzanske poslove sklapaju brojni berzanski posrednici, mešetari (brokeri, makmleri ili senzali, sourtijep, engleski, nemački i francuski posrednici). Na američkim i britanskim berzama poslovi se ne sklapaju neposredno između brokera. Brokeri se, međutim, obraćaju

[476] Dr M. Hanžeković, Vrijednosni papiri i njihovo tržište, Institut za javne finansije, Zagreb. 1990. st. 30.
[477] Ibidem, str. 30.

berzanskim trgovcima ili specijalistima, kao što su dileri u SAD i jobber u V. Britaniji. Brokeri međusobno sklapaju poslove u svoje ime i za tuđ račun. Kao posrednici u kupoprodaji vrednosnih papira delimično kreditiraju svoje klijente preko svojih računa na tzv. obračunskom mestu (Clearing House) pri svakoj berzi.

Berzanski poslovi se po pravilu sklapaju za gotovo (tzv.cash), promptno i terminski. Kod berzanskih poslova za cash sve se obavlja (i obračun i isporuka) istog dana. Kod promptnih poslova obračun i isporuka se obavljaju za 4 dana. Kod terminskih poslova obračun i isporuka se obavljaju u periodu od 1 - 6 meseci. Kod ovih poslova plaćanje se odlaže za kasniji period uz riziku zavisnosti od povećanja ili pada kursa. I kupac i prodavac u tom špekulativnom poslu, plaćaju premije kao nadoknadu za odustajanje od sklopljenog posla. "Kod reporta i deporta kupac, odnosno prodavac, ako se njihova očekivanja nisu ispunila, mogu vrednosne papire na dnevnom tečaju prodati banci ili brokeru, s tim da oni, nakon određenog roka, uz istu cenu uvećanu za određeni iznos (report, deport) natrag prodaju te papire... Contago je iznos kamate što ga spekulant na porast tečaja (bull) plaća da bi se isporuka odnosno plaćanje odložilo na kasniji rok. Beckwardation je iznos kamata što ga spekulant na pad tečaja (bear) plaća da bi se isporuka, odnosno plaćanje odložilo na kasniji rok."[478] Kod terminskih poslova važnu ulogu igraju tzv. očekivanja. tj. da li se anticipira rast ili pad kursa na berzama: poslovanje a 1a hausse ili poslovanje a 1a baise. Kupci koji očekuju pad berzanskog kursa nazivaju se baisseistruma (bears-medvedi). Kupci koji pak očekuju rast berzanskog kursa nazivaju se hausseistruma (bools-bikovi). No, za kupce vrednosnih papira je ipak važna kamatna stopa poslovnog bankarstva, jer svaki štedna, pre nego što uloži svoje uštede, komparira mogućnosti. Viši nivo dobiti, koju nose vrednosni papiri, u odnosu na nivo bankarske kamatne stope jesu racionalan indikator za svakog ulagača. Tržišna cena deonice se, zbog toga, često razlikuje od njene nominalne cene, budući da na tržišnu cenu deluju nominalna cena deonica (akcija), kamatna stopa banaka na štedne depozite i stopa dividende:

$$P=N\ (D/r),$$

gde su: P - tržišna vrednost, N - nominalna cena, D - stopa dividende, r - kamatna stopa.

Za razliku od tržišne vrednosti deonica, na tržišnu vrednost obveznica snažno deluje kamatna stopa. Zbog toga, obveznice neminovno vuku veću kamatu od bankarske kamate na štedne depozite:

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

gde su: P - tržišna cena. obveznica, I - godišnji iznos kamata koje nosi svaka obveznica, k - kamatna sotpa banke na štedne depozite, t - rok dospeća obveznice (vreme).

[478] Isto. st. 33.

U tom kontekstu, važno je pomenuti i ovlašćenja (Warants) i prava (rights), kao posebne oblike vrednosnih papira koji su vezani za emisiju novih akcija. Varanti obično nisu ni kreditni ni vlasnički, pošto se javljaju u trenutku kada firma, izdavanjem novih akcija, povećava akcionarsku glavnicu, a starom akcionaru daje pravo da kupi akciju po određenoj ceni (koja nije visoka) do određenog dana, koja automatski postaje predmet trgovrše na berzi. Poput Warrantsa, i Rights omogućava pravo starom akcionaru da u određenom obimu prema broju akcija, koje već poseduje, kupi novu akciju, uz nižu cenu od tržišne cene.

No, bez obzira o kakvim se vrednosnim papirima radi, Investment trustovi i Hollding kompanije predstavljaju najvažnija preduzeća koja se bave kupovinom i prodajom vrednosnih papira, naročito za tzv. male štediše koji "plaćaju" odgovor na pitanje da li uložiti novac u obveznice ili investirati u akcije. Investment trusts su organizovani kao open-end funds, koji može izdavati svoje deonice na bazi uplata deoničara. Investicioni trustovi kupuju različite vrednosne papire, a svojim upisnicima izdaju svoje deonice na koje isplaćuju dividende iz dobiti stečene od kamata i dividendi od obveznica i deonica u svom portfelju.

Hollding kompanije pak imaju za cilj da upravljaju društvima koja imaju deonice u svom portfelju i da učestvuju u raspodeli njihove dobiti. Holding kompanije, stoga, nabavljaju pakete deonica određenih deoničarskih društava, a organizovane su - na horizontalnoj ili vertikalnoj osnovi - kao akcionarska društva, ili društva sa ograničenom odgovornošću. Koncentracija kapitala u holding kompanijama omogućava članovima holdinga dobijanje finansijskih sredstava pod povoljnijim uslovima.

Berzanski indeksm (Stock exchange index) reprezentuju prosek cena hartija od vrednosti u odnosu na baznu tržišnu vrednost, kao reper za suptilne analize funkcionisanja berze. "Tri su glavna faktora po kojima se berzanski indeksi razlikuju međusobno: po brojčanoj zastupljenosti deonica koje indeks predstavlja, po relativnoj težini koja se daje deonicama i po korišćenoj metodi uprosečavanja".[479]

	SAR 500	NYSE Composite	VLA	DJIA	NASDAQ COMPOSITE
Relativni značaj	UTV	UTV	RZ	TCD	UTV
Metod uprosečavanja	A	A	G	A	A
Bazna godina	1941-43.	1965.	1961.	h/a	1971.
Vrednost indikatora u baznoj godnni	10	500	100	h/a	100
Broj deonica u indikatoru	500	1520a	700a	30	3500a
Tržišta na kojima se deonicama trguje	NYSE	AMEX	NYSE	NYSE	otc CANADIAN

[479] Grupa autora. Berzanski pojmovnik, Berza, novembar 1992. st. 27.

n/a - podaci nisu raspoloživi
A = aritmetički
U V= ukupna tržišna vrednost
G = geometrijski
TCD = tržišna cena po deonici
a = aproksimativno
RZ = ravnopravan značaj
Izvor: Berzanski pojmovnik, st. 27.

U teoriji i praksi poznati su sledeći berzanski indeksi: (1) Dow Jones index, (2) Nyse, (3) NASDAQ (4) Standard i Poors Average, (5) AMEX, (6) DAX i (7) Topix.

Dow Jones index reflektuje kretanje cena akcija u Njujorškoj berzi. Kao najstariji indeks u SAD izračunava se za industriju, železnicu i komunalne usluge. DJIA (Dow Jones Industrial Average) obično se izračunava sumiranjem tržišne cene svih 30 akcija i delenjem sa 30. No, kompanije koje razvodnjavaju akije (stock split) i kompanije koje izdaju dividende kroz akcije (stock dividend) iznudile su određena poboljšanja u izračunavanju DJIA. "Jedan način prilagođavanja je da se brojilac eksplicitno prilagodi multiplikovanjem cena akcija sa koeficijentom rasparčavanja (kod akcija gde je rasparčavanje izvršeno). Drugi način je da se prilagodi imenilac tako da kada se zbirna cena akcija po rasparčanju podeli sa prilagođenim deliocem, vrednost indeksa ostaje nepromenjena. Ovaj drugi metod se primenjuje za izračunavanje DJIA. U trenucima kada se određena kompanija, čpje su deonice uključene u DJIA, odluči za razvodnjavanje akcija, njihov relativni značaj u DJIA opada, a relativni značaj ostalih se povećava,,[480]

NYSE jeste indeks, koji koristi Njujorška berza od 1966. god., kada počinje da izdaje sopstveni indeks, koji se baznra na ukupnoj tržišnoj vrednosti. NYSE nosi vrednost baznog indeksa 50, koji je izračunat prema baznoj 1965. godini. Inače, NYSE inkorporira sve akcije koje se kotiraju na Njujorškoj berzi.

NASDAQ (Nacional Association of security Dealers) u SAD je od 1971 god. otpočela da koristi automatski sistem za kotiranje. Time se želelo doći do utvrđivanja tržišnih vrednosti indeksa za akcije tržištima preko šaltera (OTC). Ovde je bazni indeks 100, dok je bazni period februar 1971. god.

Standard & Poors Average (prosek) služi za određivanjerejtpnga akcija i obveznica, koje obavlja korporacija Standard & Poor. Ova rejting agencija publikuje veći broj indeksa sa uključivanjem većeg reprezentativnijeg broja akcija i sa praćenjem promena, ukupne tržišne vrednosti kompanije. Ukupna tržišna vrednost svih uključenih akcija obračunava se prema baznom perpodu (prosečna vrednost za 1941-43. god.). Ukupna tržišna vrednost svih kompanija računa se za određeni budući period. Ova vrednost se deli sa vrednošću baznog perioda. Tako se dolazi do tzv. relativne cene koja se množi sa indeksom koji iznosi 10.

[480] Grupa autora, Berzanski pojmovnik, Berza, novembar, 1992. st. 28.

AMEX jeste indeks tržišne vrednosti, koji fungira na američkoj berzi. Ovaj indeks je vrlo blizak DJIA indeksu. On, zapravo, eksplicira kretanja na tržištu za 20 najreprezentativnijih industrijskih deonica (glue chip).

DAX predstavlja indeks kretanja cena akcija, koji uključuje 30 najreprezentativnijih akcija na Frankfurtskoj berzi. Korporacije čije su deonice praktično uključene u DAX-u odslikavaju kapital običnih, povlašćenih i novih akcija na berzi. Vrednost baznog indeksa iznosi 1000 za 1987. godinu kao baznu godinu.[481]

TOPIX, konačno, reprezentuje kompozitni indeks svih običnih akcija, koje se pojavljuju na Tokijskoj berzi još od jula 1969. god. u prvoj sekciji berze. Osnovna tržišna vrednost se obično koristi kao brojilac u izračunavanju indeksa. Tekuća agregatna tržišna vrednost u istom računu se koristi kao imenilac. Dobijeni količnik sada se množi sa 100, što predstavlja vrednost indeksa za bazni period.

12. ZAKON O TRŽIŠTU HARTIJA OD VREDNOSTI I DRUGIH FINANSIJSKIH INSTRUMENATA[482]

Ovim zakonom utvrđuju se:

1. uslovi i postupak izdavanja hartija od vrednosti;
2. trgovina hartijama od vrednosti na orgonizovanom tržištu hartija od vrednosti ;
3. organizacija, struktura i način funkcionisanja organizovanog tržišta u Republici Srbiji (u daljem tekstu: Republika);
4. pojam i delatnosti organizatora tržišta;
5. osnivanje i delatnost učesnika na organizovanom tržištu;
6. organizacija i nadležnost Komisije za hartije od vrednosti (u daljem tekstu: Komisija);
7. organizacija i nadležnost Centralnog registra, depoa i kliringa hartija od vrednosti (u daljem tekstu: Centralni registar).

Sve odredbe ovog zakona koje se odnose na hartije od vrednosti primenjuju se i na druge finansijske instrumente, ukoliko ovim zakonom nije drukčije određeno. Pojedini pojmovi, u smislu ovoga zakona, imaju sledeća značenja:

1. hartije od vrednosti su prenosivi elektronski dokumenti kojima se trguje na finansijskom tržištu iz kojih za zakonite imaoce proizlaze prava i obaveze u skladu sa ovim zakonom i odlukom izdavaoca o izdavanju hartija od vrednosti;

[481] B.Ćosić, B. Jorgić i D. Puljić, Berza hartija od vrednosti i berzansko poslovanje, Jugoslovensko tržište kapitala, Beograd. 1991. st. 23-26.

[482] Službeni glasnik RS", broj 47 od 2 juna 2006. godine.

2. drugi finansijski instrumenti su svi ostali finansijski instrumenti koji predstavljaju ugovorni odnos između dve ili više strana, koji izražavaju ugovoreno pravo ili obavezu, odnosno pravo na naplatu, a po svojoj prirodi su u vezi sa finansijskim tržištem;

3. dužničke hartije od vrednosti su obveznice i druge hartije od vrednosti koje imaocu daju pravo na isplatu glavnice, kamate, kao i druga prava;

4. standardizovani finansijski derivati su finansijski instrumenti koji predstavljaju standardizovani ugovorni odnos dve ili više strana, kod koga realizacija standardizovane ugovorene obaveze zavisi od ispunjenja prethodno ugovorenih uslova; predmet ugovora mogu biti akcije, kamatne stope, strane valute, odredena vrsta robe, berzanski indeksi i dr;

5. inostrane hartije od vrednosti su hartije od vrednosti čije je izdavanje odobrilo nadležni organ za hartije od vrednosti u inostranstvu; inostranim hartijama od vrednosti smatraju se i hartije od vrednosti u inostranstvu; inostranim hartijama od vrednosti smatraju se i hartije od vrednosti i drugi finansijski instrumenti koje izdaju domaća pravna lica u inostranstvu;

6. zakoniti imalac hartije od vrednosti je vlasnik hartije od vrednosti koja se svodi na računu hartija od vrednosti kod Centralnog registra;

7. privilegovana informacija je bilo koja informacija o tačno određenim činjenicama koje se odnose na jednog ili više izdavalaca, kupca odnosno prodavca hartija od vrednosti ili o činjenicama koje se odnose na jednu ili više hartija od vrednosti, koje nisu dostupne javnosti, a mogu uticati direktno ili indirektno na izdavaoca, trgovinu hartijama od vrednosti, odnosno na njihovu cenu na organizovanom tržištu;

8. izdavalac je lice koje upućuje javnu ponudu u postupku izdavanja hartija od vrednosti ili druge finansijske instrumente kao i lice koje je izdalo hartije od vrednosti ili druge finansijske instrumente, odnosno pokrovitelj emisije koji je pravno lice i koji vrši otkup hartija od vrednosti od izdavaoca na osnovu ugovora o vršenju usluga organizovanja izdavanja hartija od vrednosti sa obavezom njihovog otkupa radi dalje prodaje;

9. investitor je lice koje kupuje hartije od vrednosti i druge finansijske instrumente, izuzev pokrovitelja emisije koji hartije od vrednosti kupuje od izdavaoca radi njihove dalje prodaje;

10. profesionalni investitor je pravno lice koje, zbog vrste svoje delatnosti, može da proceni značaj buduće investicije u hartije od vrednosti ili druge finansijske instrumente;

11. organizator tržišta je pravno lice koje ima dozvolu Komisije za rad i koje obavlja poslove organizovanja trgovine hartijama od vrednosti i standardizovanim finansijskim derivatima, kao i druge poslove u skladu sa ovim zakonom;

12. brokersko–dilersko društvo je pravno lice koje ima dozvolu Komisije za obavljanje delatnosti brokersko–dilerskog društva u skladu sa ovim zakonom;

13. ovlašćena banka je banka koja ima dozvolu Komisije za obavljanje delatnosti brokersko–dilerskog društva u skladu sa ovim zakonom;

14. kastodi banka je banka koja ima dozvolu Komisije za obavljanje poslova vođenje računa hartija od vrednosti za račun klijenata i postupanja po nalogu klijenata i obavlja druge poslove u skladu sa ovim zakonom, kao i Narodna banka Srbije koja može da obavlja poslove kastodi banke bez dozvole Komisije– za hartije od vrednosti čiji su izdavaoci Republika Srbija i jedinice teritorijalne autonomije i lokalne samouprave;

15. Centralni registar je akcionarsko drušrvo koje obavlja poslove jedinstvene evidencije o zakonitim imaocima hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata i o pravima iz tih hartija, odnosno instrumenata, zatim o pravima trećih lica na hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima i o tim licima, kao i poslove kliringa i saldiranja hartija od vrednosti i kliringa i saldiranja novčanih obaveza i potraživanja nastalih po osnovu poslova sa hartijama od vrednosti i obavlja druge poslove u skladu sa ovim zakonom;

16. kliring je utvrđivanje obaveza i potraživanja po osnovu hartija od vrednosti i novčanih sredstava između učesnika na organizovanom tržištu u vezi sa hartijama od vrednosti;

17. saldiranje je izvršenje obaveza između učesnika na organizovanom tržištu prenosom hartija od vrednosti i novčanih sredstava po osnovu poslova sa hartijama od vrednosti.

12.1. Komisija za hartije od vrednosti

Komisija vrši nadzor nad primenom ovog zakona i obavlja druge poslove u skladu s tim zakonom kojim se uređuje investicioni fondovi, zakonom kojim se uređuje preuzimanje akcionarskih društava i drugim zakonom kojim se uređuje poslovanje sa hartijama od vrednosti kojima se trguje na organizovanom tržištu. Ovaj zakon se primenjuje na sledeće finansijske instrumente:

- hartije od vrednosti;
- standardizovane finansijske derivate (u daljem tekstu: finansijski derivati);
- druge finansijske instrumente kojima se trguje u skladu sa pravilima poslovanja organizatora tržišta, na koja saglasnost daje Komisija.

Ovaj zakon ne primenjuje se na:

- polise osiguranja osiguravajućih društava;
- hartije od vrednosti koje se izdaju povodom prometa robe i usluga, kao što su menica, ček, pismeni uput (asignacija), konosman, tovarni list, skladišnica i druge hartije od vrednosti čiji su izdavanje i promet uređeni posebnim zakonom;
- druge isprave o dugu, novčanom depozitu ili štednji koje nemaju svojstva hartije od vrednosti u skladu sa ovim zakonom;
- izvedene i druge finansijske instrumente koji nisu utvrđeni u skladu sa ovim zakonom;

- udele u ortačkom, komanditnom i društvu sa ograničenom odgovornošću, investicione jedinice otvorenih investicionih fondova i dobrovoljih penzijskih fondova;

- dužničke hartije od vrednosti čiji je izdavalac Republika i Narodna banka Srbije, osim kad je ovim ili drugim zakonom drugačije određeno.

12.2. Primarna i sekundarna ponuda hartija od vrednosti

Primarna ponuda hartija od vrednosti je prva ponuda za prodaju hartija od vrednosti koju vrši izdavalac tih hartija.Svaka druga ponuda, odnosno trgovina hartijama od vrednosti je sekundarna ponuda hartija od vrednosti. Primarna javna ponuda hartija od vrednosti je izdavanje hartija od vrednosti na osnovu javne ponude koju vrši izdavalac. Sekundarna javna ponuda hartija od vrednosti je svaka druga javna ponuda, odnosno trgovina hartijama od vrednosti na organizovanom tržištu koju vrši njen imalac.

Javna ponuda hartija od vrednosti je javni poziv upućen neodredenom broju nepoznatih lica da izvrše upis i uplatu hartija od vrednosti u postupku primarne javne ponude ili da kupe hartije od vrednosti u sekundarnoj javnoj ponudi. Javno društvo, u smislu ovog zakona, je pravno lice koje je kao izdavalac hartija od vrednosti uspešno izvršilo najmanje jednu primarnu javnu ponudu tih hartija od vrednosti i koje je dobilo dozvolu Komisije za izdavanje, odnosno uključenje tih hartija na organizovano tržište. Javno društvo ima obavezu finansijskog izveštavanja, izveštavanja o svom pravnom statusu i poslovanju, kao i o svim činjenicama koje mogu bitnije uticati na cenu hartija od vrednosti, i to na način propisan ovim zakonom.

Organizovano tržište je tržište hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata koje je dostupno javnosti i na kome se po unapred propisanim pravilima trguje hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima, a koje organizuje organizator tržišta i nad kojim nadzor vrši Komisija. Organizovano tržište obuhvata berzansko tržište i vanberzansko tržište.

Berzansko tržište na kome se obavlja trgovina hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima koji su primljeni na listing berze i kojima se trguje u skladu sa pravilima koje propisuje berza.

Vanberzansko tržište je tržište na kome se obavlja trgovina hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima kojima se trguje u skladu sa pravilima koje propisuje organizator vanberzanskog tržišta.

Hartijama od vrednosti može da se trguje na organizovanom tržištu samo ukoliko je izdavalac, u skladu sa odredbama ovog zakona, od Komisije dobio odobrenje za izdavanje hartija od vrednosti, odnosno za uključenje hartija od vrednosti na organizovano tržište. Izuzetno bez odobrenja Komisije, na organizovanom tržištu se može trgovati hartijama od vrednosti koje izdaju Republika i Narodna banka Srbije.

12.3. Profesionalni investitori

Profesionalni investitori, u smislu ovog zakona, jesu:

- banke sa sedištem u Republici;
- međunarodne finansijske institucije kao to su: Međunarodna banka za obnovu i razvoj, Međunarodno udruženje za razvoj, Međunarodna finansijska korporacija i Evropska banka za obnovu i razvoj;
- osiguravajuća društva sa sedištem u Republici;
- društva za upravljanje investicionih i dobrovoljnim penzijskim fondovima sa sedištem u Republici;
- brokersko–dilerska društva sa sedištem u Republici;
- banke, osiguravajuća društva, brokersko–dilerska društva, društva za upravljanje investicionim i dobrovoljnim penzijskim fondovima i investicioni i penzijski fondovi sa sedištem u državama članicama Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj (u daljem tekstu: OECD), državama članicama Evropske unije (u daljem tekstu: EU) i druga pravna lica sa sedištem u Republici ili u državama članicama OECD i EU, koja svoja novčasna sredstava ulažu u hartije od vrednosti radi ostvarenja dobiti na osnovu razlike u ceni ili radi zaštite finansijske imovine od tržišnih rizika, odnosno radi ostvarivanja prava iz hartija od vrednosti.

Kvalifikovano učešće, u smislu ovog zakona, postoji kada pravno ili fizičko lice ima direktno ili indirektno učešće, poseduje akcije s pravom glasa ili druga prava na osnovu kojih učestvuje u upravljanju ili ima učešće u kapitalu u drugom pravnom licu u iznosu od najmanje 5%. Povezana lica, u smislu ovog zakona, su pravna lica koja su međusobno povezana upravljanjem, kapitalom ili na drugi način, tako da poslovanje ili rezultati poslovanja jednog llica mogu bitno uticati na poslovanje, odnosno rezultate poslovanja drugog lica. Povezanim licima, u smislu ovog zakona, smatraju se i lica koja su međusobno povezana:

- kao članovi porodice;
- tako da jedno lice, odnosno lica koja se smatraju povezanim licima, u skladu sa ovim članom, zajedno, posredno ili neposredno, učestvuju u drugom licu;
- tako da oba lica učešće ima isto lice, odnosno lica koja se smatraju povezanim licima u skladu sa ovim članom;
- na način propisan za povezana lica zakonom kojim se uređuje pravni položaj privrednih društava;
- kao članovi uprave ili nadzornog odbora i članovi porodice tih lica.

Članovi porodice, u smislu ovog zakona, jesu:

- supružnici, odnosno lica koja žive u vanbračnoj zajednici;
- krvni srodnici u pravoj liniji neograničeno;
- srodnici do trećeg stepena srodstva, u pobočnoj liniji, uključujući i srodstvo po tazbini;
- usvojilac i usvojenivi i potomci usvojenika;
- staralac i štićenici i potomci štićenika.

12.4. Obeležja hartija od vrednosti

Hartije od vrednosti, u smislu ovog zakona, izdaju se, prenose i evidentiraju u obliku elektronskog zapisa u informacionam sistemu Centralnog registra. Hartije od vrednosti naročito sadrže:

1. oznaku vrste hartije od vrednosti;
2. oznaku klase, odnosno serije hartije od vrednosti ako je izdavalac izdao više klasa, odnosno serija hartija od vrednosti iste vrste;
3. naziv, sedište i matični broj izdavaoca hartije od vrednosti;
4. naziv, sedište i matični broj pravnog lica, odnosno ime, prezime, adresu i jedinstveni matični broj fizičkog lica na čije ime glasi hartija od vrednosti;
5. nominalnu vrednost celokupne emisije hartija od vrednosti;
6. nominalnu vrednost hartija od vrednosti, odnosno knjigovodstvenu vrednost ako se akcije izdaju bez nominalne vrednosti;
7. opis, prava i obaveza koje hartija od vrednosti sadrži i način njihovog ostvarenja; S) datum izdavanja, odnosno upisa hartije od vrednosti u Centralni registar.

Posebne elemente pojedinih vrsta hartija od vrednosti i jednoobraznu identifikaciju hartija od vrednosti utvrđuje Centralni registar. Hartije od vrednosti i drugi finansijski instrumenti koji se izdaju u skladu sa ovim zakonom mogu izdavati u Republici:

1) pravna lica sa sedištem na teritoriji Republike (u daljem tekstu: domaća pravna lica);

2) Republika, autonomne pokrajine, jedinice lokalne samouprave, pravna lica korisnici budžetskih sredstava i organizacije obaveznog socijalnog osiguranja, u skladu sa zakonom;

3) Narodna banka Srbije;

4) pravna lica sa sedištem na teritoriji država članica OECD i EU i na teritoriji susednih država sa čijim institucijama nadležnim za kontrolu tržišta hartija od vrednosti Komisija ima zaključen ugovor kojim se uređuje saradnja nadležnih organa za kontrolu tržišta (u daljem tekstu: hartije od vrednosti stranih pravnih lica), u skladu sa ovim zakonom.

Hartije od vrednosti koje domaća pravna lica izdaju i kojima trguju u Republici izražene su u dinarima. Dužničke hartije od vrednosti koje izdaju lica i dužničke hartije od vrednosti koje izdaju strana pravna lica mogu biti izražene u stranoj valuti. Za izdavanje hartija od vrednosti izraženih stranoj valuti izdavalaca je dužan da pribavi prethodnu saglasnost Narodne banke Srbije. Na izdavanje hartija od vrednosti izraženih u stranoj valuti izdavaoca primenjuju se odredbe zakona kojim se uređuje javni dug. Na izdavanje hartija od vrednosti izraženih u stranoj valuti izdavaoca primenjuku se odredbe zakona kojim se uređuje organizacija i nadležnost Narodne banke Srbije.

12.5. Prava i ograničenje prava iz hartija od vrednosti

Prava iz hartija od vrednosti i prava na hartija od vrednosti mogu sticati i njima raspolagati domaća i strana fizička i pravna lica, osim ako posebnim zakonom nije drukčije određeno. Prava zakonitih imalaca hartija od vrednosti (u daljem tekstu: zakoniti imalac) iz tih hartija nastaju upisom hartija od vrednosti na njihov račun koji se vodi u Centralnom registru. Izuzetno, kad kastodi banka vodi račune hartija od vrednosti kod Centralnog registra u svoje ime, a za račun zakonitih imalaca koji su klijenti te banke, odnosno u ime klijenata te banke koji nisu zakoniti imaoci, a za račun zakonitih imalaca–zakoniti imalac ovih hartija od vrednosti jeste lice za čiji račun kastodi banka vodi račune hartija od vrednosti. Prenos prava iz hartija od vrednosti vrši se prenosom hartije od vrednosti na račun novog zakonitog imaoca u Centralnom registru.

Prava trećih lica na hartijama od vrednosti stiču se i prenose upisom tih prava i njihovih imalaca u Centralnom registru. Pravima iz hartija od vrednosti se može neograničeno raspolagati u pravom prometu, osim ako ovim ili drugim zakonom nije drukčije određeno. Izuzetno, raspolaganje pravima iz hartija od vrednosti može biti ograničeno:

- ako zakoniti imalac u pismenoj formi izjavi da se odriče raspolaganja odredenim ili svim pravima koja proističu iz hartija od vrednosti, ali i u korist drugog lica, u skladu sa zakonom kojim se uređuje privredna društva;
- ako nadležni sud donese odluku o zabrani raspolaganja određenim ili svim pravima iz hartija od vrednosti.

Ograničenja raspolaganja pravima iz hartija od vrednosti upisuje se na račun zakonitog imaoca tih hartija u Centralnom registru.

12.6. Vrste hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata

Predmet javne ponude na organizovanom tržištu mogu biti sledeće hartije od vrednosti:

1. akcije – hartije od vrednosti koje glase na deo osnovnog kapitala akcionarskog društva;
2. dužničke hartije od vrednosti
3. varanti – hartije od vrednosti koje imaocu daju pravo na kupovinu, odnosne prodaju hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenta, određenog dana, odnosno u određenom periodu, po unapred određenoj ili odredivoj ceni;
4. depozitne potvrde – hartije od vrednosti koje izdaju banke koje poseduju inostrane akcije ili obveznice deponovane kod banke u inostranstvu, a koje predstavljaju domaći ekvivalent inostranih akcija ili obveznica, odnosno sadrže istovetna prava i obaveze, kao i inostrane hartije od vrednosti na koje se odnose.

Predmet javne ponude na organizovanom tržištu mogu biti i druge hartije od vrednosti, odnosno finansijski instrumenti koje se utvrđuje u skladu sa ovim zakonom i aktom Komisije. Obaveze iz dužničkih hartija od vrednosti ne mogu dospevati pre isteka roka od 30 dana od dana njihovog izdavanja. Izuzetno obaveze iz dužničkih hartija od vrednosti čiji je izdavalac Republika i Narodna banka Srbije mogu dospevati i pre isteka roka iz tog stava.

Dužničke hartije od vrednosti mogu biti kratkoročne ili dugoročne. Obaveze iz kratkoročnih dužničkih hartija od vrednosti dospevaju u roku do 365 dana od dana njihovog izdavanja. Dužničke hartije od vrednosti i drugi finansijski instrumenti koji se mogu zameniti za akcije ne mogu biti osnov za sticanje akcija pre isteka roka od šest meseci od dana njihovog izdavanja. Standardizovani finansijski derivati mogu biti predmet javne ponude ako su utvrđeni pravilima poslovanja organizatora tržišta na koje saglasnost daje Komisija. Standardizovani finansijski derivati su fjučers ugovoti i opcijski ugovori. Fjučers ugovor može biti:

1) fjučers ugovor sa isporukom predmeta ugovora prenosivi standardizovani ugovor kojim se kupac obavezuje da plati unapred ugovorenu cenu na dan dospeća utvrđen ugovorom, a rok dospeća ne može biti kraći od tri dana od dana zaključenja ugovora, odnosno kojim se prodavac obavezuje da na taj dan isporuči predmet ugovora;

2) fjučers ugovor bez isporuke predmeta ugovora prenosivi standardizovani ugovor kojim se ugovome strane obavezuju da na dan dospeća utvrđen ugovorom, a rok dospeća ne može biti kraći od tri dana od dana zaključenja ugovora, isplate razliku između ugovorene cene predmeta ugovora i cene predmeta ugovora na dan dospelosti.

Opcijski ugovor je prenosivi standardizovani ugovor kojim kupac stiče pravo da, uz obavezu plaćanja ugovorene premije na dan, odnosno dane dospeća utvrđene ugovorom, a rok dospeća ne može biti kraći od tri dana od dana zaključenja ugovora – kupi ili proda predmet ugovora po ceni utvrđenoj ugovorom, a prodavac preuzima obavezu da tog dana proda ili kupi predmet ugovorne obaveze. Predmet javne ponude na organizovanom tržištu mogu biti i drugi finansijski instrumenti s predmetom ugovora čiji su vrsta, količina, kvalitet i draga svojstva standardizovani i od čije cene na tržištu zavisi vrednost finansijskog instrumenta, ako su utvrđeni odlukom organizatora tržišta. Standardizovanim finansijskim instrumentima može se trgovati samo na organizovanom tržištu pod uslovima i na način koji su utvrđeni ovim zakonom i aktima organizatora tržišta.

12.7. Izdavanje hartija od vrednosti javnom ponudom

Hartije od vrednosti se izdaju javnom ponudom, uz objavljivanje prospekta za izdavanje hartija od vrednosti i upućivanje javnog poziva za upis i uplatu hartija od vrednosti, ako ovim zakonom nije drukčije određeno. Lice koje

namerava da izda hartije od vrednosti dužno je da o tome pripremi prospekt za izdavanje hartija od vrednosti i da Komisija podnese:

1. zahtev za davanje odobrenja prospekta za izdavanje hartija od vrednosti;
2. odluku izdavaoca o izdanju hartija od vrednosti i njihovo uključivanje na tačno određeno vanberzansko tržište;
3. primerak prospekta za izdavanje hartija od vrednosti;
4. primerak skraćenog prospekta za izdavanje hartija od vrednosti (u daljem tekstu: skraćeni prospekt)
5. javni poziv za upis i uplatu hartija od vrednosti;
6. osnivačkt akt izdavaoca;
7. rešenje o upisu u registar privrednih subjekta;
8. finansijske izveštaje, koji se izrađuju u skladu sa zakonom koji se izrađuju u skladu sa zakonom kojim se uređuje računovodstvo i revizija
9. izveštaj o reviziji finansijskih izveštaja, koji se izrađuje u skladu sa zakonom kojim se uređuje računovodstvo i revizija;
10. potvrdu banke o stanju na računu izdavaoca u poslednjih 60 dana pre podnošenja zahteva;
11. saglasnost nadležnog organa, ako je ovim ili drugim zakonom određeno da je izdavanje hartija od vrednosti dozvoljeno samo uz prethodnu saglasnost tog organa.

Kada se izdavanje akcija vrši u postupku osnivanja otvorenog akcionarskog društva, osnivači tog društva dužni su da o tome pripreme prospekt za izdavanje hartija od vrednosti i da Komisiji podnesu dokumente. Kada izdavanje hartija od vrednosti vrši pokrovitelj emisije na osnovu ugovora sa izdavaocem o otkupu emisije, za pripremu prospekta za izdavanje hartija od vrednosti odgovoran je izdavalac.

Javna ponuda hartija od vrednosti može se vršiti samo po prethodno pribavljenom rešenju o odobrenju prospekta za izdavanje hartija od vrednosti, koje donosi Komisija. Ništavo je svako sticanje hartija od vrednosti izdavanjem na osnovu ponude putem oglasa, reklama, pisma, telefonskog poziva ili drugom radnjom kojom se kupovina hartija od vrednosti određenog društva čini dostupnom većem broju unapred neodređenih lica, a koja nije učinjena u skladu sa ovim zakonom.

Registar rešenja o odobrenju prospekta za izdavanje hartija od vrednosti vodi Komisija. Prospekt je pisani javni dokument koji sadrži podatke koji investitoru omogućavaju jasan i celovit uvid u stvarni (objektivni) pravni i finansijski položaj izdavaoca hartija od vrednosti, u njegove poslovne mogućnosti i u prava i obaveze koje proizlaze iz hartija od vrednosti na koje se prospekt odnosi, kao i druge podatke bitne za donošenje investicione odluke. Prospekt za izdavanje hartija od vrednosti sastoji se od:

- uvodnog dela prospekta, koji sadrži osnovne podatke o izdavaocu, podatke o hartijama od vrednosti koje se nameravaju izdavati i podatke o nameni sredstava dobijenih izdavanjem tih hartija od vrednosti;
- osnovnog prosperta, koji sadrži detaljne podatke o izdavaocu, poslovanju izdavaoca i podatke o hartijama od vrednosti koje su izdate, a nisu povučene, odnosno nije im istekao rok dospeća.

Skraćeni prospekt je izvod iz prospekta koji se javno obavljuje i koji sadrži podatke iz uvodnog dela prospekta. Kada oceni da je to potrebno radi zaštite investitora, Komisija može od podnosioca zahteva tražiti da pojedine podatke u prospektu za izdavanje hartija od vrednosti na odgovarajući način posebno istakne. Formu i sadržinu zahteva za odobrenje prospekta za izdavanje harija od vrednosti, odluke o izdavanju hartija od vrednosti, odluke o izdavanju hartija od vrednosti, prospekta za izdavanje hartija od vrednosti i skraćenog prospekta, propisuje Komisija.

12.8. Ponuda hartija od vrednosti stranog pravnog lica i inostranih hartija od vrednosti

Ponuda i promet hartija od vrednosti stranog pravnog lica na teritoriji Republike vrši se u skladu sa odredbama ovog zakona o izdavanju hartija od vrednosti javnom ponudom, ako ovim zakonom nije drukčije određeno. Ponudu i promet hartija od vrednosti može organizovati samo brokersko–dilersko društvo, odnosno ovlašćena banka ako ima:

- dozvolu Komisije za obavljanje delatnosti organizovanja izdavanja hartija od vrednosti;
- zaključen ugovor o organizovanju ponude i prometa hartija od vrednosti sa stranim pravnim licem izdavaoca hartija od vrednosti
- prethodno dobijenu saglasnost Narodne banke Srbije za promet hartija od vrednosti stranog pravnog lica na teritoriji Republike.

Ponuda i promet hartija od vrednosti javnom ponudom stranog pravnog lica može se vršiti ako to pravno lice ima odobrenje nadležnog organa za nadzor nad tržištem hartija od vrednosti na teritoriji države članice OECD i EU odnosno na teritoriji susednih država, u kojoj su hartije od vrednosti izdate, a sa kojima Komisija ima zaključen ugovor kojim se uređuje saradnja nadležnih organa za nadzor nad tržištem hartija od vrednosti. Ponuda i promet hartija od vrednosti javnom ponudom stranog pravnog lica ne može se vršiti bez prethodno dobijenog rešenja o odobrenju prospekta za izdavanje hartija od vrednosti stranog pravnog lica, koje donosi Komisija.

Na prospekt na osnovu koga se vrši ponuda i promet hartija od vrednosti stranog pravnog lica shodno se primenjuje odredbe ovog zakona o prospektu za izdavanje hartija od vrednosti. Uz zahtev za odobrenje prospekta za ponudu i promet hartija od vrednosti stranog pravnog lica, podnosi se:

1. ugovor o organizovanju ponude i prometa hartija od vrednosti zaključen između stranog pravnog lica izdavaoca hartija od vrednosti i brokersko–dilerskog društva, odnosno ovlašćene banke;

2. saglasnost Narodne banke Srbije za ponudu i promet hartija od vrednosti stranog pravnog lica;

3. original i overeni prevod ostale dokumentacije koja se podnosi uz zahtev za odobrenje prospekta za ponudu i promet hartija od vrednosti.

Javna ponuda inostranih hartija od vrednosti može se vršlti uz prethodnu registraciju prospekta za izdavanje tih hartija od vrednosti koji je odobrio inostrani organ. Rešenje o registraciji prospekta donosi Komisija, koja vodi i registar tih rešenja. Javna ponuda inostranih hartija od vrednosti može se vršiti u obliku depozitnih potvrda ako je prospekt za izdavanje hartija od vrednosti na osnovu kojih se izdaju te potvrde odobrio inostrani organ. Izdavalac depozitnih potvrda može biti samo banka, i to:

- ako ima prethodnu saglasnost Narodne banke Srbije za izdavanje depozitnih potvrda;
- ako je zaključila ugovor sa izdavaocem inostranih hartija od vrednosti.

12.9. Postupak izdavanja hartija od vrednosti javnom ponudom

Postupak izdavanja hartija od vrednosti otpočinje upućivanjem javnog poziva za upis i uplatu hartija od vrednosti i objavljivanjem skraćenog prospekta za izdavanje hartija od vrednosti u najmanje jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike. Javni poziv sadrži:

- podatke o datumu otpočinjanja upisa i uplate i o roku za upis i uplatu hartija od vrednosti;
- podatke o mestu na kome se mogu izvršiti upis i uplata, odnosno izvršiti uvid ili dobiti primerak prospekta za izdavanje hartija od vrednosti;
- najvažnije podatke o izdavaocu i o hartijama od vrednosti koje će se izdavati.

Komisija bliže propisuje sadržaj javnog poziva za upis i uplatu hartija od vrednosti, način njegovog objavljivanja i sadržaj upisnice. Izdavalac je dužan da javni poziv za upis i uplatu hartija od vrednosti objavi u roku od 30 dana prijema rešenja o odobrenju prospekta za izdavanje hartija od vrednosti. Skraćeni prospekt za izdavanje hartija od vrednosti objavljuje se u isto vreme kad i javni poziv za upis i uplatu hartija od vrednosti, u istom dnevnom listu u formi jedinstvenog oglasa. Prospekt za izdavanje hartija od vrednosti i skraćeni prospekt stavljaju se na raspolaganje svim zainteresovanim licima – na mestima određenim za upis i iplatu tih hartija.

Izdavalac, brokersko – dilersko društvo i ovlašćena banka, koje je ovlastio izdavalac dužni su da svakom zainteresovanom licu, na njegov zahtev, uruče primerak prospekta za izdavanje hartija od vrednosti ili skraćenog prospekta. Upis

hartija od vrednosti vrši se u brokersko – dilerskom društvu ili banci – članovima Centralnog registra, na osnovu pismenog ugovora koji zaključuju to brokersko – dilersko društvo, odnosno ta banka i izdavalac. Uplata hartija od vrednosti vrši se u banci – članu Centralnog registra, na osnovu pismenog ugovora koji zaključuju ta banka i izdavalac. Kad izdavanja hartija od vrednosti vrši banka, uplata tih hartija od vrednosti se vrši u drugoj banci – članu Centralnog registra, na osnovu pismenog ugovora koji zaključuju ta druga banka i izdavalac. Uplata hartija od vrednosti vrši se u novcu.

12.10. Trgovina hartijama od vrednosti na organizovanom tržištu

Sekundarna ponuda hartija od vrednosti, odnosno trgovina hartijama od vrednosti obavlja se na organizovanom tržištu, osim ako ovim zakonom nije drukčije određeno. Na organizovanom tržištu mogu trgovati samo njegovi članovi brokersko – dilerska društva i ovlašćene banke, a druga lica – jedino posredstvom članova organizovanog tržišta. Vlasničkim hartijama od vrednosti kojima se trguje na jednom organizovanom tržištu u Republici ne može se trgovati na drugom organizovanom tržištu u Republici. Trgovina na organizovanom tržištu podrazumeva javnu ponudu hartija od vrednosti i povezivanje ponude i potražnje hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata. Trgovina hartijama od vrednosti obavlja se isključivo na organizovanom tržištu u Republici koje obuhvataju berzansko i vanberzansko tržište, ako ovim zakonom nije drukčije određeno. Trgovina hartijama obavlja se isključivo u skladu sa odredbama ovog zakona, ako ovim zakonom nije drukčije određeno. Organizaciju i propisivanje uslova organizovanog tržišta, nadzor nad poslovanjem članova organizovanog tržišta, kao i prijem hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata na organizovano tržište vrši organizator tržišta.

Javno društvo je dužno da o svom poslovanju izveštava javnost na način utvrđen ovim zakonom i aktima Komisije. Obaveza izveštavanja prestaje kada, na osnovu zahteva javnog društva, Komisija donese rešenje o brisanju tog društva iz registra javnih društva, odnosno kada stupi na snagu odluka o povlačenju hartija od vrednosti sa organizovanog tržišta.

Obaveza izveštavanja za izdavaoca dužničkih hartija od vrednosti prestaje po isteku dvih obaveza koje proizlaze iz tih hartija od vrednosti. Kada nastupe okolnosti koje bi mogle bitnije uticati na poslovanje hartija od vrednosti, a nije reč o opštepoznatim okolnostima, javno društvo je dužno da odmah izda javno saopštenje o takvim okolnostima (izveštaj o bitnim događajima) u jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike. Primerak izveštaja javno društvo je dužno da istovremeno dostavi Komisiji i organizatoru tržišta na kome se trguje hartijama od vrednosti tog javnog društva. Javno društvo nema obavezu da izda izveštaj ako postoje opravdani razlozi koji ukazuju da bi takvo javno saopštenje ozbiljno ugrozilo poslovanje javnog društva.

12.11. Finansijski izveštaji o reviziji

Javno društvo je dužno da Komisiji, organizatoru tržišta i brokersko–dilerskom društvu sa kojim ima zaključen ugovor dostavi:

1. usvojen godišnji finansijski izveštaj koji se sastavlja u skladu sa zakonom kojim se uređuje računovodstvo i revizija – najkasnije do 31 marta tekuće godine za prethodnu poslovnu godinu;
2. usvojen izveštaj o izvršenoj reviziji godišnjeg finansijskog izveštaja koji se sastavlja u skladu sa zakonom kojim se uređuje računovodstvo i revizija– osam dana od izvršene revizije, a najkasnije do 15. jula tekuće godine za prethodnu poslovnu godinu;
3. usvojen polugodišnji finansijski izveštaj– najkasnije do 31 avgusta tekuće godine za javna društva čijim se hartijama od vrednosti trguje na berzi.

Ako nadležni organ izdavaoca odbije da usvoji izveštaje, izdavalac je dužan da o tome obavesti Komisiju i organizovano tržište na kome se trguje hartijama od vrednosti javnog društva najkasnije narednog radnog dana od dana odbijanja izveštaja i da podnese overen prepis zapisnika sa sednice na kojoj je razmatran taj izveštaj, kao i da odluku o odbijanju javno objavi u jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike. Javno društvo je dužno da, najkasnije u roku od tri dana od dana isteka roka za predaju izveštaja o obavljenoj reviziji godišnjeg finansijskog izveštaja, koji sadrži:

- rezime godišnjih finansijskih izveštaja i izveštaj.
- podatke o promenama pravnog i finansijskog položaja javnog društva;
- obaveštenje o mestu na kome se može izvršiti uvid u kompletan finansijski izveštaj i izveštaj revizora;
- izjavu o bitnim promenama podataka iz prospekta;
- druge propisane podatke.

Akcionarsko društvo čijim se akcijama trguje na organizovanom tržištu dužno je da, najkasnije u roku od 30 dana od isteka roka za predaju izveštaja o obavljenoj reviziji godišnjeg finansijskog izveštaja, objavi godišnji izveštaj o poslovanju. Uprava akcionarskog društva čijim, se akcijama, trguje na organizovanom tržištu dužna je da sačini izjavu o šestomesečnom planu poslovanja tog društva i da je objavi.

12.12. Privilegovane informacije

Niko ne može da stiče, kupuje, prodaje ili na drugi način raspolaže hartijama od vrednosti korišćenjem privilegovanih informacija. Zabrana korišćenja privilegovanih informacija odnosi se na sva lica koja znaju ili su morala znati da poseduju privilegovanu informaciju, a posebno na lica koja su u obavljanju svojih poslova, svoje profesije ili funkcije saznala za privilegovane informacije, kao što su:

1. zaposleni kod izdavaoca;
2. članovi uprave i nadzornog odbora izdavaoca;
3. revizor, portfolio menadžer, investicioni savetnik, broker, finansijski analitičar, računovođa, knjigovoda, advokat, aktuar, procenjivač, veštak ili sudija.

Zabrana korišćenja privilegovanih informacija odnosi se i na:

1. sva lica koja imaju učešće u kapitalu izdavaoca od najmanje 10%;
2. zavisno društvo izdavaoca;
3. sva lica koja su stekla privilegovanu informaciju a znaju, odnosno mogla su znati da su je stekla od lica navedenih u ovom članu.

12.13. Organizator tržišta

Organizator tržišta obavlja delatnost organizovanja berzanskog i vanberzanskog tržišta, u skladu sa ovim zakonom. Organizator tržišta može biti berza i organizator vanberzanskog tržišta. Organizator tržišta je pravno lice osnovano kao akcionarsko društvo, u skladu sa zakonom kojim se uređuje privredna društva. Delatnost organizovanja trgovine hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima na berzanskom, odnosno vanberzanskom tržištu ne može se obavljati bez prethodno dobijene dozvole Komisije za rad berze, odnosno dozvole za rad organizatora vanberzanskog tržišta. Komisija vodi registar izdatih dozvola za rad organizatora tržišta. Dozvoljeno je spajanje organizatora tržišta isključivo sa grugim organizatorom tržišta, uz prethodno dobijenu saglasnost Komisije. Komisija bliže uređuje postupak spajanja organizatora tržišta i dokumentaciju koja se podnosi.

12.14. Berza

Berza je pravno lice organizovano kao akcionarsko društvo koje, u skladu sa ovim zakonom, obavlja delatnost organizovanja trgovine hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima na berzanskom tržištu, odnosno na berzanskom i vanberzanskom tržištu. Osnivač, odnosno akcionar može biti Republika Srbija, domaće i strano pravno i fizičko lice. Kada lice namerava da stekne kvalifikovano učešće, odnosno namerava da stekne akcije s pravom glasa tako da njegovo učešće u kapitalu berze dostigne, pređe ili padne ispod 5%, 10%,15%, 20%, 33%, ili 50% od ukupnog broja glasova u skupštini berze, dužno je da predhodno obavesti Komisiju koja vrši procenu i daje predhodnu saglasnost. Sadržinu i način objavljivanja obaveštenja propisuje Komisija. Odredba ne odnosi se na Republiku i Narodnu banku Srbije. Komisija u periodu koji ne može trajati duže od 3 meseca od prijema obaveštenja odlučuje o podobnosti i pouzdanosti novih lica koja stiču kvalifikovano učešće i o tome donosi rešenje. Komisija će doneti pozitivno rešenje ukoliko se na osnovu dobijenih informacija može zaključiti da lica koja poseduju kvalifikovano učešće imaju dobru poslovnu reputaciju i

da im je finansijski položaj takav da se može predpostaviti da neće imati negativan uticaj na poslovanje berze. Bliže uslove za određivanje kriterijuma podobnosti i pouzdanosti lica koja stiču kvalifikovano učešće utvrđuje Komisija. Berza, odnosno Centralni registar odmah obaveštava Komisiju o prelasku, odnosno spuštanju ispod 5%, 10%, 15%, 20%, 33% ili 50% od ukupnog broja glasova u skupštini berze. Ako banka i osiguravajuće društvo stiče kvalifikovano učešće u smislu ovog zakona , neophodna je predhodna saglasnost Narodne banke Srbije. Berza je dužna da najmanje jedanput godišnje dostavi Komisiji podatke o licima koja poseduju kvalifikovano učešće, kao i podatke o njihovom procentualnom učešću u kapitalu berze. Lice koje stekne kvalifikovano učešće, odnosno pređe pragove iz stava 3. Ovog člana suprotno odredbama ovog člana, odnosno bez saglasnosti Komisije, gubi pravo glasa po osnovu tako stečenih akcija. Na berzu se primenjuju odredbe zakona kojim se uređuju privredna društva, ako ovim zakonom nije drukčije određeno. Organizovanje trgovine hartijama od vrednosti obuhvata sledeće poslove:

1) organizovanje javne ponude hartija od vrednosti i povezivanje ponude i tražnje hartija od vrednosti;
2) objavljivanje informacije o ponudi, tražnji i tržišnoj ceni hartija od vrednosti i drugih podataka značajnih za trgovinu hartijama od vrednosti;
3) utvrđivanje i objavljivanje kursnih lista hartija od vrednosti;
4) objavljivanje drugih poslova u skladu sa ovim zakonom.

Berza ne može trgovati hartijama od vrednosti, niti davati savete koji se odnose na kupovinu i prodaju hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, kao ni savete o izboru brokersko–dilerskog društva ili ovlašćene banke, ne može obavljati poslove koji su ovim zakonom određeni kao delatnosti brokerskog–dilerskog društva, niti druge poslove. Novčani deo osnovnog kapitala berze ne može biti manji od 1.000.000 evra u dinarskoj protivvrednosti po zvaničnom srednjem kursu dinara Narodne banke Srbije na dan uplate.

12.15. Dozvola za rad berze

Komisija izdaje dozvolu za rad berze na osnovu podnetog zahteva. Uz zahtev, prilaže se:

1) osnivački akt berze;
2) dokaz o poreklu osnivačkog kapitala;
3) dokaz o uplati osnovnog kapitala na privremeni račun kod banke;
4) dokaz o kadrovskoj i organizacionoj osposobljenosti i tehničkoj opremljenosti;
5) statut berze
6) pravila poslovanja berze;
7) pravilnik o listingu i kotaciji berze;

8) spisak osnivača, odnosno akcionara berze sa izvodom iz registra privrednih subjekata, odnosno overenim prevodom izvoda iz registra za strana pravna lica;

9) podaci o učešću lica u osnovnom kapitalu berze, koje se izražava u procentima;

10) tarifnik berze;

11) podaci o članovima uprave berze.

Komisija donosi rešenje o davanju dozvole za rad berze kad utvrdi:

1. valjanost zahteva;
2. da članovi uprave berze ne ispunjavaju uslove iz ovog zakona;
3. da poreklo osnovnog kapitala nije jasno i nesumljivo na osnovu priloženih dokaza odnosno da dostavljene podatke nije moguće proveriti;
4. da je struktura povezanih lica takva da onemogućava efikasno vršenje nadzora nad poslovanjem berze;
5. da lica koja poseduju kvalifikovano učešće ne ispunjavaju kriterijume podobnosti i pouzdanosti.

Komisija donosi rešenje o davanju dozvole za rad berze u roku od 60 dana od dana podnošenja urednog zahteva. Dozvola za rad berze daje se na neodređeno vreme. Berza stiče svojstvo pravnog lica upisom u registar privrednih subjekata. Berza je dužna da u roku od 30 dana od dana prijema rešenja Komisije o davanju dozvole za rad i rešenja o davanju predhodne saglasnosti za izbor, odnosno imenovanje članova uprave berze, podnese prijavu za upis u registar privrednih subjekata, u skladu sa zakonom kojim se uređuje registracija privrednih subjekata. Izvod iz upisa u registar privrednih subjekata berza dostavlja Komisiji, u roku od sedam dana od dana prijema rešenja o upisu. Berza ne sme da otpočne da obavlja delatnost za koju je dobila dozvolu za rad pre upisa te delatnosti u registar privrednih subjekata.

Pravno lice koje nije dobilo dozvolu za rad berze u skladu sa ovim zakonom, kao ni preduzetnik, ne mogu u pravnom prometu koristiti naziv berza, niti reči u izvedenog značenja, osim ako to nije propisano drugim zakonom. Komisija donosi rešenje o davanju predhodne saglasnosti za izbor, odnosno imenovanje I drektora, odnosno predsednika i članova upravnog odbora berze (u daljem tekstu: član uprave). Za člana uprave berze može biti izabrano lice za koje je data saglasnost a i koje nije;

1. pravosnažno osuđivano za krivično dela protiv radnih odnosa, privrede, imovine, pravosuđa, pranja novca, javnog reda i pravnog saobraćaja i službene dužnosti, a za koje je kao najmanja mera propisana kazna zatvora u trajanju od jedne godine, kao ni za kruivično delo utvrđeno ovim zakonom;
2. izvršilo težu povredu odredba ovog zakona o pravilima sigurnog i dobrog poslovanja, o zabrani korišćenja i saopštavanja privilegovanih informacija, odnosno o zabrani maniputacije, pravila o upravljanju ri-

zikom ili na drugi način teže ugrozilo interese učesnika na organizovanom tržištu.

Član uprave berze ne može biti lice koje je član uprave:

- drugih organizatora tržišta ili je njegov zaposleni;
- brokersko–dilerskog društva ili ovlašćene banke;
- banke sa kojima ima zaključen ugovor;
- povezanih lica u odnosnu na lica.

Član uprave berze mora imati odgovarajuću poslovnu reputaciju i najmanje tri godine radnog iskustva stečenog u obavljanju poslova u vezi sa hartijama od vrednosti u zemlji ili inostranstvu na poslovima;

1. u brokersko–dilerskom društvu;
2. na berzi hartija od vrednosti, odnosno finansijskih derivata;
3. u banci;
4. u društvu za upravljanje investicionim ili dobrovoljnim penzijskim fondovima;
5. u osiguravajućem fondovima;
6. u Narodnoj banci Srbije, organu državne uprave, organizaciji ili pravnom licu koje poslove u vezi sa hartijama od vrednostima obavlja za račun države kao poverene poslove;
7. u Komisiji;
8. U Centralnom registru;
9. naučnog radnika iz oblasti hartija od vrednosti, pravilno prava, računovodstva i revizije;
10. u privrednom društvu ili drugom pravnom licu na finansijskim poslovima.

Komisija će berzi dati dozvolu za rad ako berza ima najmanje tri lica koja su zaposlena na neodređeno vreme, koja imaju dozvolu za obavljanje poslova brokera, a koja im ranije nije oduzimana i ispinjavaju uslove. Zaposleni na berzi ne mogu biti članovi uprave, niti zaposleni kod brokersko–dilerskih društava, banaka ili izdavaoca hartija od vrednosti čijim se hartijama od vrednosti trguje na berzi. Zabrana traje i po prestanku radnog odnosa – najviše šest meseci od dana prestanka radnog odnosa, ako je to predviđeno ugovorom o radu.Opšti akti berze su statut, pravila poslovanja, pravilnik o tarifi, pravilnik o listingu i kotaciji i drugi opšti akti. Pravilima poslovanja berze uređuju se naročito:

a) vrste poslova, uslovi i način njihovog obavljanja;
b) uslovi i način obavljanja poslova članova berze;
c) vrste i uslovi trgovine hartijama od vrednoti i drugiom finansijskim instrumentima;
d) opšti uslovi i način prijema hartija od vrednosti sa listing
e) uslovi i način izdavanja, poblačenja i brisanja finansijskih derivata;

f) način utvrđivanja i objavljivanja kamatnih stopa, odnosno cena hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata kojima se trguje na berzi;
g) način obavljanja obračunskih transakcija za izvršenje poslova zaključenih na berzi;
h) međusobna prava i obaveze berze i članova berze;
i) nedozvoljene radnje, odnosno maniputacije na tržištu;
j) nadzor i mere u nadzoru;
k) druga pitanja od značaja za rad berze.

Pravilnik o listingu i kotaciji uređuju se posebni uslovi i postupak finansijskih instrumenata, kao i brisanja sa listinga, odnosno isključenje, zatim bliža pravila o postupku i učesnicima u trgovanju hartijama od vrednosti na berzi, kao i druga pitanja značajna za listing i kotaciju. Berza ima komisiju za listing i kotaciju hartija od vrednosti. Članovi komisije imenuje upravni odbor berze. Berza je dužna da od komisije pribavi predhodnu saglasnost na izmenu:

1. osnivačkiki akt;
2. statuta;
3. pravila poslovanja;
4. pravilnika o listingu;
5. pravilnika o tarifi.

Poslove trgovine hartijama od vrednosti na berzi obavljaju članovi berze.Izuzetno, hartijamaod vrednosti na berzi mogu trgovati Republika i Narodna banka Srbije. Članovi berze su brokersko–dilerska društva i ovlšćene banke. Statutom berze propisuju se uslovi za sticanje svojstva člana berze, opšta pitanja nadzora koji berza sprovodi nad poslovanjem člana berze, kao i uslovi za isključenje člana i prestanak članstva. Prijem u članstvo berze vrši se na osnovu podnetog zahteva i dokumentacije propisane aktima berze. Berza će primiti u članstvo brokersko–dilersko društvo, odnosno ovlašćenu banku, ako ispunjavaju uslove za sticanje svojstva člana berze utvrđene statutom berze. Berza ne sme povrediti princip ravnopravnosti članova berze. Član berze je dužan naročito da:

1. se pridržava svih akata berze;
2. savesno obavlja poslove na berzi;
3. ne zloupotrebljava informacije koje nisu dostupne učesnicima na berzi;
4. pismeno obaveštava berzu o svakoj promeni ovlašćenja, prava, obaveza i odgovornosti u opravnom prometu, a naročito o promenama koje se odnose na uslove na osnovu kojih je stekao članstvo na berzi;
5. plaća članarinu, proviziju od zaključenih poslova trgovine hartijama od vrednosti na berzi i druge naknade utvrđene pravilnikom o tarifi.

Berza organizuje informacioni sistem kojim se obezbeđuje da svi učesnici u trgovini sa hartijam od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima mogu istovremeno, ravnopravno i pod jednakim uslovima davati i prihvatati naloge za

kupovinu i prodaju hartija od vrednosti i drugim instrumentima na berzi imaju u istom trenutku jednak pristup informacijama o hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima kojima se obavlja trgovina.

12.16. Berzansko tržište

Na berzanskom tržištu može se trgovati samo hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima koji su primljeni na listing berze. Uslovi za listing i kotaciju hartija od vrednosti i drugih instrumenata na berzi propisuje berza, pravilnik o listingu i kotaciji tih hartija na koji Komisija daje saglasnost. Hartije od vrednosti i druge finasijske instrumente berza ulključuje na berzansko tržište na zahtev izdavoca i ako su ispunjeni uslovi za prijem na listing berze utvrđeni pravilnikom o listing u i kotaciji.Berza javno objavljuje na svojoj internet stranici i u najmanje jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike listu izdavalaca i vrstu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenat za koje je donela rešenje o prijemu na listing berze, u roku od dva dana od dana donošenja rešenja.Izuzetno dužničkim hartijama od vrednosti koje izdaju Republika i Narodna banka Srbije, može se trgovati na berzanskom tržištu bez posebnih uslova koje utvrđuje berza za druge izdavaoce hartija od vrednosti. Inostrane hartije od vrednosti, odnosno hartije od vrednosti koje izdaju strana pravna lica, mogu se primiti na listing i kotirati na berzi pod uslovima utvrđenim ovim zakonom i aktima berze.

Trgovina hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima na berzi može početi posle objavljivanja o prijemu na listing hartija od vrednosti. Berza utvrđuje kursnu listu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata kojima se trguje na berzi. Kursna lista je izveštaj berze koji mora sdržati podatke o hartijama od vrednosti i drugim i finasijskim instrumentima kojima se trgovalo tog dana, količinma, cenama i promenama cena. Kursna lista dostavlja se svakoga dana Komisiji.Berza je dužna da svakodnevno u najmanje dva dnevna lista jkoji se distribuiraju na celoj teritoriji Republike i u prostorijama berze – objavljuju kursnu listu hartiju od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata kojima se trgovalo na berzi.

12.17. Organizator vanberzanskog tržišta

Oragnizator vanberzanskog tržišta je pravno lice organizovalo kao akcionarsko društvo koje, u skladu sa ovim zakonom, obavlja delatnost organizovanja trgovine hartija od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima na vanberzanskom tržištu. Osnivač, odnosno akcionar organizatora vanberzanskog tržišta može biti Republika, domaće i strano, pravno i fizičko lice. Na organizatora vanberzanskog tržišta primenju se odredbe zakona kojim se uređuje privredna društva, ako ovim zakonom nije drugčije određeno.

Novčani deo osnovnog kapitala organizatvora vanberzanskog tržišta ne može biti manji od 750.000 evra u dinarskoj protivrednosti po zvaničnom srednjem kursu dinara Narodne banke Srbije na dan uplate. Na vanberzansko tržište se uključuju hartije od vrednosti i drugi finansijski instrumenti, odnosno na zahtev izdavaoca za prelazak sa jednog na drugo organizovano tržište. Organizatior vanberzanskog tržišta propisuje način prijema hartija od vrednosti i drugih finasijskih instrumenata koji ispunjavaju uslove. Berza, odnosno organizator vanberzanskog tržišta je dužan da Komisiji dostvlja:

- podatke o trgovini hartijama od vrednosti i drugim finasijskim instrumentima – svakodnevno, na kraju radnog dana;
- podatke o prijemu u članstvo, odbijanje prijema i prestanka članstva – roku od tri dana od dana prijema, odbijanje ili prestanka članstva;
- podatke o prijemu na listing, odbijanju prijema i isključenju hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata sa listinga – roku o tri dana od dana prijema, odbijanja ili isključenja;
- godišnje finansijske izveštaje, sa izveštaje o izvršenoj reviziji finansijskih izveštaja, i izveštaj o poslovanju – do 15. jula tekuće godine za predhodnu godinu;
- mesečne izveštaje o poslovanju – do 25. u mesecu za predhodni mesec;
- podatke o svakoj promeni u vezi sa ispunjenjem usklova propisanih za obavljanje delatnosti za koje je dobijena dozvola za rad – u roku od osam dana od dana nastanka promene;
- mesečne izveštaje o izvršenom nadzoru – do 15. u mesecu za predhodni mesec;
- druge podatke i informacije – po zahtevu Komisije.

12.18. Trgovina standardizovanim finansijskim derivatima

Trgovina standizovanim finansijskim derivatima vrši se na organizovanom tržištu, a nestandardizovanim finansijskim derivatima van organizovanog tržišta. Organizator tržišta propisuje uslove za uvođenje standardizovanih finansijskih derivata u trgovinu na organizovanom tržištu, uslove za obavljanje trgovine tim derivatima, odnosno kliringa i saldiranje, po predhodno pribavljenoj saglasnosti Komisije. Komisija zabranjuje uvođenje standardizovanog finasijskog derivata u trgovinu, odnosno zabranjuje dalju trgovinu standardizovanim finansijskim derivatom čija je trgovina započeta na organizovanom tržištu ako je potrebno radi zaštite investitora.

Standardizovanim finasijskim derivatima može se trgovati van organizovanog tržišta kada se ponuda za kupovinu, odnosno prodaju vrši bez javnog oglašavanja ako se, s obzirom na vrstu standardizovanog finasijskog derivata, njime može trgovati i van organizovanog tržišta i ako:

- kupovinu, odnosno i prodaju standardizovanih finansijskih derivata vrši Narodna banka Srbije;
- su ugovorne strane profesionalni investitori.

Na trgovinu standardizovanim finansijskim derivatima, zabranu zloupotrebe poverljivih informacija i izmirenje obaveza iz poslova zaključenih u trgovini tim instrumentima, shodno se primenjuju odredbe ovog zakona o trgovini hartijama od vrednosti i izmerenju obaveza iz poslova zaključenih u trgoivini hartijama od vrednosti.

12.19. Brokersko – dilersko društvo

Brokersko–dilerska društvo je pravno lice organizovano kao akcionarsko društvo koje delatnosti obava na organizovanom tržištu u skladu sa ovim zakonom. Na brokersko–dilersko društvo primnjuju se odredbe zakona kojim se uređuje privredna društva, ako ovim zakonom nije drukčije određeno. Deklatnost brokersko–dilerskog društva ne mogu se obavljati bez dozvole za obavljanje tih delatnosti na organizovanom tržištu, koju daje Komisija.

Brokersko–dilersko društvo može osnovati pravno i fizičko lice. Brokersko–dilersko društvo može obavljati sledeće delatnosti:

1. posredovanje u kupovini i prodaji hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata i kupovina i prodaju tih instrumenata u svoje ime, a za račun nalogodavca, odnosno u ime za račun nalogodavca (brokerski poslovi);
2. kupovina i prodaja hartija od vrednosti i drugih finasisjkih instrumenata u svoje ime i za svoj račun, radi ostavrivanja razlike u ceni (dilerski poslovi);
3. obavezna kupovina i prodaja hartija od vrednosti i drugih finasijskih instrumenata u svoje ime i za svoj račun po ceni koju unapred objavljuje brokersko–dilersko društvo (poslovni market–mejkera);
4. upravljanje hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima u ime i za račun nalogodavca (poslovi portfolio menadžera);
5. organizovanje izdavanje hartija od vrednosti i drugih finasijskih instrumenata bez obaveze otkupa neprodatih hartija od vrednosti, odnosno organizovanje uključivanja hartija od vrednosti na organizovano tržište (poslovi agenta emisije);
6. organizovanje izdavanja hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata sa obavezom njihovog otkupa od izdavaoca neprodatih hartija od vrednosti (poslovi pokrovitelja emisije);
7. pružanje savetodavnih usluga u vezi s poslovanjem hartija od vrednosti i drugih finasijskih instrumenta (poslovi investicionog savetnika),.

Poslove invsticionog savetnika brokersko–dilersko društvo ne može obavljati kao jednu delatnost. Novčani deo osnovnog kapitala brokersko–dilersko društvo ne može biti manji od:

1) 50.000 evra u dinarskoj protvvrednosti po zvaničnom srednjem kursu dinara Narodne banke Srbije na dan uplate za obavljanje delatnosti

2) 100.000 evra u dinarskoj protivrednosti po zvaničnom srednjem kursu dinara Narodne banke Srbije na dan uplate za obavljanje delatnosti zakona.

Osnovni kapital uplaćuje se u celosti pre upisa brokersko–dilersko društva u registar privrednih subjekata. Brokersko–dilersko društvo koje ispunjava uslov u pogledu novčanog dela osnovnog kapitala za obavljanje delatnosti za koju je propisan niži iznos. Brokersko–dilersko društvo dužno je da trajno održava minimalni iznos osnovnog kapitala za obavljanje delatnosti. Brokersko–dilersko društvo može obavljati delatnost ako ispunjava uslove kadrovske i organizacione osposobljenosti i tehničke opremljenoti u skladu sa ovim zakonom i aktom Komisije. Pod kadrovskom osposljenošeu brokersko–dilerskog društva podrazumeva se da to društvo ima najmanje jedno lice zaposleno na neodređeno vreme sa dozvolom za obavljanje poslova brokera.

13. TRŽIŠTE EVRODEVIZA

Svaki euro dolar reprezentuje dolar koji se u obliku depozita nalazi na računu određene evropske banke. Na tržištu euro dolara transakcije se sastoje u davanju ili uzimanju u zajam depozita evrodolara koji su deponovani kod evropskih banaka uz obavezno plaćanje ugovorene kamate. Davanje i uzimanje kredita u depozitima evrodolara ima za cilj zaradu u vidu kamate koju davalac deviznog depozita prima od primaoca, ali i upotrebu deviznog depozita za određeno vreme i za određene potrebe (svrhe). Profit ovde rezultira iz kamate.

Suština transakcija na evrodeviznom tržištu ogleda se u pozajmljivanju deviznih depozita na rok od jednog dana do nekoliko godina. Do krajnjeg korisnika sredstva se plasiraju i replasiraju po nekoliko puta i to sve dok se ne sklopi ugovor o kreditu i osiguranju kredita. Učesnici na ovom tržištu zato moraju da precizno ispitaju bonitet i kreditnu sposobnost partnera, pa i banaka koje participiraju u istom poslu.

Tržište evrodeviza u svom dosadašnjem funkcionisanju doprinelo je povećanju efikasnosti u alokaciji nebankarskih kratkoročnih novčanih sredstava i readaptibilnosti kredita. Ovo tržište je, samim tim, doprinelo i zameni drugih finansijskih instrumenata, a u prvom redu depozitnih certifikata, blagajničkih zapisa i komercijalnih papira. Konačno, funkcionisanje evrodeviznog tržišta doprinelo je ubrzanju cirkulacije domaćih i deviznih sredstava.

Evrotržište se u pravilu definiše kao kreditno tržište na kome se poslovi kreditiranja obavljaju uz upotrebu strane valute.[483] Sa razvojem poslova na evrotržištu novca razvijalo se i evrotržište kredita. Varijabilne kamate i sindikalizovani zajmovi u inflatornim uslovima, takođe, su doprinele razvoju evrotržišta. Sindikalizovane kredite odobravale su grupe banaka na srednji rok (od 3 -

[483] Dr P. Jovanović — Gavrilović, Međunarodno poslovno finansiranje, Ekonomski fakultet, Beograd. 1990. st. 181.

10 godina) i međusobno su delile rizik, naročnto za tzv. jumbo zajmove. Kamatne stope su se na tržištu novca - tržište kratkoročnih sredstava relativno brzo prilagođavale kretanju stopa inflacije. Na ove kamate trebalo je dodavati fiksni iznos marže (spreed) da bi se dobila kamatna stopa za dugoročne plasmane na tržištu kapitala. U tom kontekstu, osnovica je bila međubankarska kamatna stopa LIBOR na londonskom tržištu novca, odnosno kamatna stopa za tzv. prvoklasne zajmotražioce - PRIMA RATE - na finansijskom tržištu SAD.

U današijem svetu egzistiraju brojni segmenti evrotržišta. i to: (a) tržište evronovca .(b) tržište evroobveznica (euro bond market). (c) tržište evrokredita (curocredit market) i (d) tržište evrozapisa (euro - notes market). Na tržištu evronovca emituju se kratkoročne pozajmice, a u poslednje vreme na evrotržištu se javljaju preduzeća, vlade, poslovne banke i centralne banke, s tim što se evrokrediti daju na rok od 1 - 10 godina.

Tržište evroobveznica (eurobond market) i tržište stranih obveznica (foreign-bond market) jesu dva segmenta međunarodnog tržišta obveznica (international bond market) u zavisnosti od toga koja se valuta koristi za kupovinu obveznica. Doduše, na američke dolare glasi ipak najveći deo obveziica, ali raste i zastupljenost jena, marke i franka. "Na kraju 1988. godine u ukupno emitovanim obveznicama 43% glasi na dolare, 13% na švajcarske franke, 12% na jene, 10% na nemačke marke, 7% na funte sterlinga, a udeo obveznica koje glase na ECU dostigao je već 4.3% ukupnog iznosa. Sve ostale valute učestvuju sa samo 11% u ukupnom iznosu emitovanih obveznica. Za plasman stranih obveznica najznačajnije je švajcarsko tržište, na kojem se prodaje oko 40% ove vrste obveznica."[484]

Emisija i plasman obveznica povlače naplatu provizije za usluge banaka, koja varira oko 2.5% od vrednosti emitovanih obveznica. Tu su još 0,5% za underwriting free, i 0.5% za management free i 1,5% za seling commision.

Na kraju, valja istaći da je razvoj evrotržišta ubrzao proces distribucije međunarodne akumulacije, akcelelirao proces internacionalizacije proizvodnje, međunarodne trgovine i privrednog razvoja potpomagao finansiranje platnobilansnih neravnoteža i smanjio pritisak na monetarne rezerve.

13.1. Pranje novca

"Pranje novca" nije nov fenomen, jer egzistira paralelno sa postojanjem tzv. crnog tržišta, odnosno sive ekonomije. U nacionalnoj privredi, sivo tržište oslanja se na švercovane robe i na ilegalnu trgovinu sredstvima plaćanja, što je posledica poremećaja ponude i tražnje roba, usluga, novca i deviza. Tu su izuzetno značajna ilegalna sredstva plaćanja, koja su stečena na neregularan način, koja funkcionišu mimo zvaničnih monetarnih tokova i koja se ne registruju na računima kod banaka. Doduše, u državi, koja ne može da zadovolji tražnju

[484] Ibidem, st. 186.

sektora stanovništva za devizama, građani se automatski okreću alternativnom tržištu, koje je relativno dobro snabdeveno stranim sredstvima plaćanja. To tržište, međutim, nema dozvolu za rad od strane zvaničnih institucija. No, i banke, koje se bave finansijskim transakcijama, upadaju u klopku deficita u sredstvima za plaćanje i, zbog toga, pribegavaju špekulativnim metodama radi pribavljanja deviza, za koje inače vlada visoka tražnja (tzv. devizna glad). Tome često pribegavaju i preduzeća, koja nabavljaju devize preko dilera na crnom tržištu ili preko banaka posredstvom šticunga.

Fenomen "pranje" novca nije dovoljno istražen u finansijskoj literaturi. U finansijskoj praksi se, inače, smatra da "pranje" novca predstavlja finansijsku operaciju pomoću koje se određena sredstva plaćanja šalju preko brojnih deponenata, odnosno brojnih računa kod različitih banaka radi potpunog skrivanja početnog izvora sredstava (novca, deviza). "Pranje" novca jeste i prerušavanje prekomerno stečenih sredstava i ilegalno prenetih sredstava. Cilj svakog pranja novca je legalizacija vlasništva novčanih sredstava stečenih na ilegalan način zahvaljujući kriminalnim aktivnostima. Skrivanjem (uspešno) pravog porekla novca, ilegalna sredstva plaćanja faktički ulaze u posed, čime se zakonski "pokriva" pravi izvor sredstava. Najlakši vid legalizacije ilegalno stečenih sredstava jeste deponovanje novca u banku bez dokazivanja porekla. Operacija može biti izvedena i mehanizmom pretvaranja sredstava u druge oblike finansijske aktive: npr., za gotovinu kupiti akciju.

Tokom 70-tih i 80-tih godina relativno uspešno se razvijala tehnika pranja novca. U dosadašnjoj praksi uznapredovala su četiri tipična načina pranja novca. Istraživanja Bank of England pokazala su da pranje novca polazi od tehnike prikrivanja pravog porekla novca i vlasništva sredstava plaćanja, preko tehnike legalnog dolaženja u posed novca posle obavljenog pranja novca, do tehnike promene oblika sredstava i oslobođenja od velike količine novca, koja je stečena kriminalnim aktivnostima. Ova tehnika pranja novca inkorporira tri etape, i to: (1) etapa plasmana, (2) etapa "presvlačenja" i (3) etapa integracije. U etapi plasmana, sredstva pribavljena na ilegalan način (od trgovine oružjem, distribucije droge, utaje poreza, ratnog napada, pljačke), deponuju se u određenoj finansijskoj instituciji i/ ili plasiraju u kupovine hartija od vrednosti. Obično "veran" službenik banke pomaže operaciju deponovanja, sredstva se, zatim, sele van granice zemlje u kojoj su sredstva plasirana. Konačno, "preneta" sredstva (sada na legalan bankarski način) mogu se slobodno koristiti za kupovinu roba, nabavku hartija od vrednosti, ulaganja u imovinu. U etapi "presvlačenja" odvija se najznačajnija operacija pranja novca u kojoj se faktički vrši "prerušavanje" porekla vlasništva sredstava. U toj etapi, koriste se tzv. okvirne kompanije, koje poseduju legalna sredstva i poslovni legitimitet. Šalju se, zatim, nalozi za transfer da bi se sredstva u potpunosti utopila u međunarodni sistem plaćanja. Konačno, vrši se (uspešno i legalno) preprodaja ili roba ili hartija od vrednosti. U etapi integracije dolazi do legitimne asimilacije sredstava. odnosno do reintegracije novca u međunarodnim

finansijama i do "spajanja" sa svim oblicima finansijske aktive. To, pak, implicira ispoljavanje lažnih naloga za otplatu obaveza po zajmovima i/ili lažnih faktura kao pokrića za kupljenu robu kako bi inače vrlo složena operacija transfera sredstava onemogućila detekciju. A to je dobar znak da se prihod, koji je sada stečen od legitimne imovine, poslovnog poduhvata i finansijske transakcije, pojavljuje potpuno čist, kao suza. odnosno kao pravi "čist" novac. Time je "perač" novca izbegao svaki trag otkrića ulaza sredstava u finansijski sistem zemlje, prelaz preko nacionalnih granica i bankarski transfer.

Druga tehnika "pranja" novca implicira povlačenja pet poteza. Sa prvim potezom obavlja se struktuiranje transakcija ispod nivoa evidencije prometa sredstava. U drugom potezu dolazi do korišćenja transfera putem teleksa i SWIFT-a. Treći potez implicira korišćenje "okvirnih" kompanija (shell) sa čijih računa kreću sredstva na pranje. U četvrtom potezu dolazi do krivotvorenih zajmova sa falsifikovanim certifikatima o depozitima, kao fiktivno pokriće. Konačno, peti potez podrazumeva osnivanje tzv. fasadnih kompanija sa jasnim ciljem pranja novca putem prenošenja preko granica što većeg broja računa banaka.

Treća tehnika poznata je u svetu po tome što je dobila specijalan naziv - metod "veš mašine" koji sintetizira tri faze: faza pretpranja obično se odvija po zemljama u kojima je devizna kontrola izuzetno slaba i po zemljama u kojima se rigorozno poštuje princip tajnosti računa i uloga. S tim u vezi, otvaraju se tekući računi u zemljama sa slabom (ili nepostojećom) deviznom kontrolom. U zemljama sa rigoroznim poštovanjem principa tajnosti bankarskih računa, otvaraju se pak, fiktivne firme. Sada dolazi faza "pranja" u kojoj se kupuje nepokretna i pokretna imovina u zemljama sa slabom deviznom kontrolom, pod firmom privatizacije. U zemljama sa rigoroznim poštovanjem principa tajnosti bankarskih računa sada se vrši deponovanje ilegalno stečenog novca. Time se, u krajnjoj instanci, obavlja proces legalizovanja sredstava (čime novac stiče legitimitet). Naposletku, u fazi recikliranja (koja se obavlja smao u zemljama sa slabom deviznom kontrolom) "fiktivno ulaganje u privredu date zemlje vrši se tako što novac prođe kroz tekuće račune i vraća se u zemlju iz koje je došao."[485] To se obavlja sa 2-10% za svaku uslugu, iako pravo pranje novca košta od 20-50% od oprane količine novca.

Četvrta tehnika je, bar za sada, poslednja u praksi savremenog sveta, koja se sastoji u tzv. usitnjavanju (smurfing) čime se veliki broj malih količina novca deponuje kod velikog broja malih međusobno nepovezanih banaka. U svetu ta granica iznosi 10.000 dolara (SAD) iznad koje bankarski kontrolori ne dozvoljavaju nesmetane uplate sredstava na bankarske račune (bez dokaza o poreklu novca).

Tehnika je, prematome,u fazi razvoja, koja prati internacionalizaciju finansijskih tržišta, redukciju devizne kontrole banaka, povećanje tajnosti računa i

[485] T. Marković, Pranje novca, Finansije 9-10/9.2 str. 514.

razvoj tehnike transfera kapitala. Time se faktički šire prostori za rastuđi trend kriminalnih finansijskih transakcija, kojima se za sada jedino suprotstavlja finansijsko zakonodavstvo SAD, Kanade, V. Britanije, Francuske. Luksemburga i Švajcarske. Ova zakonodavstva predviđaju (1) obaveznu identifikaciju komitenata, koji otvaraju račune ili "pune" već otvorene račune kod banaka, (2) obavezno vođenje ažurne evidencije o svim pojedinačnim transakcijama, (3) rigorozno vođenje računa o komitentima čije gotovinske aktivnosti pokazuje "dramatične" promene, (4) povećanu kontrolu banaka kod transfera koji se vrše putem teleksa ili SWIT-a i (5) brzo reagovanje banke na deponovanje "prljavog" novca.[486] I, pošto pranje novca obuhvata skrivanje ilegalno stečenih novčanih sredstava i operaciju njihovog prikazivanja kao legalno stečenih, pokazalo se ispravnim mišljenje da bi deviznu kontrolu trebalo internacionalizovati uprkos usvojenom principu poštovanja tajnosti u finansijskim transakcijama.

13.2. Dolarizacija: paralelni novac

Dolarizacija slika tužno ekonomsko stanje sa paralelnim novcem. Dolarizacija zato i reprezentuje jezgrovitu kovanicu slabe privrede i jake inflacije u određenoj zemlji u kojoj je domaći novac izgubio poverenje građana i ekonomskih aktera sa predominantnim korišćenjem dolara i marke. Dolarizacija obično hara po uzdrmanim privredama u tranziciji, koje oskudevaju u kapitalu. Te privrede teško su pogođene ogromnim padom proizvodnje, nagomilanim spoljnim dugom, kumuliranim budžetskim deficitima i hiperinflacijom, što generira unutrašnju tražnju stranih valuta i očekivanja od stvaranja rezervi dolara i mark za slučaj preživljavanja u režimima sa političkom nestabilnošću. Tako se noćna mora zvana dolarizacija iz latinskih zemalja preselila, u Centralnu i Istočnu Evropu. "U slaboj i inflacijom zahvaćenoj privredi, uzroci za supstituciju novca su u depresiji domaće valute, ograničenjima u visini kamatnih stopa na domaće depozite, nemogućnosti da se akumulirano bogatstvo u domaćem novcu sačuva od osipanja.[487] Tako upotreba paralelnog novca za domaće potrebe postaje sastavni deo mentaliteta jedne nacije, koji dugo traje. A te psihološke tenzije se vrlo teško lome zbog nekontrolisanog štampanja novca (kako bi se pokrivali javni deficiti države) i zbog permanentnog devalviranja nacionalne valute (kako bi se održavala spoljna konkurentnost). Tada se, po pravilu, gubi kontrola nad inflacijom, a privreda sa dolarizacijom ulazi u hiperinflaciju, koja se teško leči, kao karcinom.

Stoga se privredama u tranziciji preporučuje uvođenje heterodoksnih, stabilizacionih programa u kojima bi klasičnu tržišnu liberalizaciju cena pratila i prelazna politika dohodaka koja bi amortizovala udare cena na proizvođače i potrošače u dužem vremenskom periodu. Inflacione tenzije po pravilu se ispoljavaju kao endemska nestašica roba, kao višak tražnje, kao niska produktivnost,

[486] L.G. Telser, Who there are organized markets, Journal of Law and Economics, april 1981, st. 1-22.
[487] Ekonomska politika, br. 2/158 od 9. avgusta 1993. god. str. 34.

kao pad proizvodnje, kao rast troškova i potrošnje, kao strukturne neravnoteže. Ovaj tip endemske inflacije neraskidivo je povezan sa kredibilitetom vlade, kao kreatora makroekonomske politike, i sa budućim očekivanjima ekonomskih aktera. Vlada je izložena jakim pritiscima u pogledu održavanja realne moći radnika. U odsustvu finansijske discipline, svi teže da se zadrži "meko" budžetsko ograničenje. Radnici, posebno, testiraju vladu i njenu odlučnost da se strogo pridržava projektovanih ciljeva skupnog novca i fiskalne ravnoteže. Bez politike dohodaka u privredama, naviknutim na subvencije i na kontrolu cena, svaka liberalizacija uvećava rizik od visoke inflacije, čija se dinamika podudara sa uzročno-posledičnim kauzalitetom budžetskog deficita, ekspanzije novca i inflacije. To, pak, za vladu reprezentuje problem izbora između efikasnosti, uspostavljanja ravnoteže i socijalnog mira. Razrešenje problema izbora "ili efikasnost, ili uspostavljanje ravnoteže, ili socijalni mir" udara na kredibilitet vlade, koja gubi moć eksploatacije "sinjoraž prava". Ubrzavanje inflacije sada otvara problem indeksacije sa sve kraćim vremenskim horizontom i sve težim izbalansiranjem prilagođavanja. Socijalne napetosti polako, ali sigurno, razaraju institucije prilagođavanja kroz ciklične komponente plata i zarada. Sadašnja inflacija, kao ponderisani prosek troškovnog udara prošle inflacije, u račun ulazi kroz eksplicitnu ili implicitnu indeksaciju sadašnje stope depresijacije valuta. Zbog toga se u savremenom svetu zaključuje da se bez politike dohodaka ne može započeti stabilizacija i da se bez fiskalne restrikcije ne može osigurati trajanje stabilizacije. Eliminacija fiskalnih deficita (i to ne samo otvorenog budžetskog deficita nego i svih prikrivenih kvazi fiskalnih deficita lokalnih vlasti, javnih fondova i preduzeća), stoga, reprezentuje centralnu polugu stabilizacije, koju treba da sledi poželjna politika dohodaka. Fiskalnu restrikciju, po pravilu, prati politika skupog novca.

14. EKONOMIJA HARTIJA OD VREDNOSTI

14.1. Hartije od vrednosti

U stručnoj literaturi postoje velike razlike u shvatanjima o pojmu hartija od vrednosti. Mnogo viši stepen jedinstva u shvatanjima postoje prilikom utvrđivanja pojedinih osobina hartija od vrednosti. Razlike u shvatanjima se izražavaju uglavnom u tome koje sve osobine hartija od vrednosti su bitne i specifične i kao takve treba da budu sastavni deo pojma hartija od vrednosti. U Zakonu o obligacionim odnosima određen je pojam hartija od vrednosti na sledeće načine: "Hartija od vrednosti je pismena isprava kojom se njen davalac obavezuje da ispuni obavezu upisanu na toj ispravi njenom zakonitom imaocu". Iz takvog pojma hartija od vrednosti proizilazi:

- da je hartija od vrednosti uvek pismena izjava,

- da hartija od vrednosti sadrži pismenu dozvolu izdavaoca,
- da se pismena obaveza koja je uneta u hartiju od vrednosti mora ispuniti njenom zakonitom imaocu, tj. zakonitom imaocu hartija od vrednosti.

Ovakav pojam hartija od vrednosti sadrži više nedostataka, jer se u ovom pojmu ne ukazuje na sva bitna svojstva hartija od vrednosti:

1. ne ukazuje se na vrstu i prirodu obaveze izdavaoca hartija od vrednosti. Kod hartija od vrednosti se ne može raditi o svakoj vrsti obaveze, već samo o pojedinim vrstama obaveza koje su pretežno i prvenstveno imovinskog karaktera. Hartije od vrednosti mogu sadržavati, uz imovinske obaveze i neke druge obaveze, ali ne mogu bez imovinskih obaveza;
2. hartije od vrednosti mogu sadržavati pojedina ovlašćenja imaocu hartija od vrednosti koja nisu istovremeno direktne i neposredne obaveze izdavaoca hartija od vrednosti. Na primer, imaoci akcija mogu upravljati akcionarskim društvom na osnovu ovlašćenja iz akcije kao hartije od vrednosti, a ne na osnovu direktne i neposredne obaveze izdavaoca ove hartije od vrednosti;
3. jedno od bitnih svojstava hartija je vezano za veoma visok stepen formalne strogosti hartija od vrednosti, što nije navedeno u napred navedenom pojmu hartija od vrednosti. Hartija od vrednosti koja nema sve bitne elemente ne postoji jer su hartije od vrednosti strogo formalne isprave;
4. hartije od vrednosti stvaraju ne samo izdavaocu nego i svakom dužniku po toj hartiji od vrednosti veoma strogu obavezu koja lišava dužnika mogućnosti pojedinih vrsta hartija od vrednosti, ali je ova strogost mnogo jače izražena kod svih vrsta hartija od vrednosti nego kod pismenih isprava;
5. u svakom zakonskom pojmu hartije od vrednosti nije naglašeno jedno od najvažnijih svojstava hartija od vrednosti, a to je načelo inkorporacije tj. načelo da se pravo koje je pismeno konstatovano na hartiji od vrednosti ne može ostvariti na drugi način, nego jedino upotrebo hartije od vrednosti. Načelo inkorporacije razgraničuje hartiju od vrednosti od niza drugih pismenih isprava u kojima može biti konstatovana obaveza izdavaoca prema imaocu te pismene isprave. Dok se kod drugih pismenih obaveza izdavaoca pismene isprave prema imaocu pismene isprave može ostvariti i na druge načine, kod hartija od vrednosti se ova obaveza ne može ostvariti bez hartija od vrednosti.

Napred navedene bitne osobine hartija od vrednosti, uz zakonsku definiciju hartija od vrednosti, predstavljaju pojam hartija od vrednosti. Upravo polazeći od ovakvog pojma hartija od vrednosti, hartije od vrednosti treba razlikovati od drugih pismenih isprava u pravnom prometu, a koje nemaju svojstva hartija od vrednosti.

14.2. Operacije centralne banke na otvorenom tržištu

1. Upotreba hartija od vrednosti (obveznica) kao instrumenta finansiranja usko je povezana tokovima kreiranja i povlačenja novca i postoji duga tradicija

širokog angažovanja centralnih banaka u tržišnim privredama u poslovima kupovine i prodaje vrednosnih papira (pre svega državnih), ne samo kratkoročnih, već i dugoročnih, naročito u zemljama na višem nivou privredne razvijenosti i s razvijenim finansijskim tržištem. U razvijenim tržišnim privredama transakcije centralnih banaka u poslovima prodaje i kupovine državnih hartija od vrednosti (po pravilu) predstavljaju veoma značajan instrument regulisanja količine primarnog novca i novca u cirkulaciju uopšte, kao i kamatnih stopa, a u malom broju najrazvijenijih privreda i osnovni instrument monetarne politike. Najčešći papiri koji se koriste u takvim transakcijama kupovine i prodaje jesu, pored državnih obveznica, kratkoročne hartije od vrednosti emitovane od strane same centralne banke (blagajnički zapisi centralne banke). U praksi nekih razvijenih zemalja centralne banke koriste i neke druge vrednosne papire kao predmet kupoprodajnih transakcija radi monetarnog regulisanja vrednosnih papira koje emituje subjekt privatnog sektora privrede (velikih preduzeća).

U zemljama u razvoju u kojima tržišta državnih obveznica nisu dovoljno razvijena, delokrug operacija na otvorenom tržištu uglavnom je ispunjen blagajničkim zapisima centralne banke. Kroz odgovarajuću zakonsku osnovu centralnoj banci se omogućava da emituje vlastite obveznice na tržištu I da sprovodi neposrednu kupovinu i prodaju takvih obveznica zajedno sa državnim obveznicama.

U tehničkom smislu operacije centralne banke na tržištu hartija od vrednosti obično se smatraju kao vrlo efikasan instrument monetarne politike pod uslovom da: postoji dobro organizovana i razvijeno tržište hartija od vrednosti (posebno državnih vrednosnih papira), prihvatljive širine, dubine i elastičnosti, da centralna banka raspolaže s dovoljno mogućnosti za prodaju i kupovinu hartija od vrednosti (obveznica) i da centralna banka nije opterećena uvažavanjem nekih drugih obzira u postupku ostvarivanja konkretnih ciljeva monetarne politike.

Teorijski govoreći, operacije na otvorenom tržištu se preduzimaju s ciljem da se izazovu željene promene u kreditnim tokovima na makroplanu, kao in a određenu strukturu kamatnih stopa, što u daljem toku ima uticaj na opšti nivo privredne aktivnosti. I diskontna stopa centralne banke i njene operacije na otvorenom tržištu izazivaju promene u rezervama likvidnih sredstava banaka ali operacije na otvorenom tržištu deluju mnogo direktnije i brže nego variranje diskontne sope. Dok je uticaj diskontne stope indirektan (kroz promenu bančinih rokova vezanih za pribavljanje likvidnih sredstava), operacije na otvorenom tržištu pogađaju likvidnosnu poziciju banaka na direktan način. Svaka kupovna operacija centralne banke na tržištu hartija od vrednosti povećava obim primarnog novca za iznos koji je ravan vrednosti obavljene kupovine; svaka prodajna operacija smanjuje količinu ovog oblika novca. Porast ili smanjenje primarnog novca izazvano ovim operacijama centralne banke neposrednose odražava na nivo likvidnosti poslovnih banaka (povećava ili smanjuje likvidnost banaka). Monetarna multiplikacija preuzima prenošenje inicijalnih efekata na planu likvidnosti banaka delujući na ponudu novca u opticaju preko plasiranja slobodnih

novčanih sredstava banaka, odnosno redukcije njihovih kreditnih plasmana.[488] Naravno, pretpostavlja se da u celom postupku banke zadržavaju punu kreditnu sposobnost sve vreme, tj. da njihov stvarni višak rezervi likvidnosti uvek odgovara njihovom željenom nivou u tom pogledu.

2. Hartije od vrednosti imaju ogroman značaj u svakom društvu u kome je organizovano robno-novčano tržište. U celom svetu se oseća stalna tendencija porasta značaja hartija od vrednosti zbog sve složenijih odnosa zbog stalnog porasta vrednosti koje se nalaze u robno-novčanoj cirkulaciji. Prvobitno je privredna funkcija hartija od vrednosti bila vezana za iznalaženje bezgotovinskih oblika plaćanja i za menjačke funkcije, tj. održavanje konstantnosti kupovne moći u određenim vrednostima, bez obzira na monetarno-valutne razlike koje postoje u pojedinim zemljama.

Ove funkcije u pogledu plaćanja su veoma značajne funkcije koje se u savremenoj privredi ostvaruju pomoću hartija od vrednosti. Platežna funkcija hartija od vrednosti je veoma složena i višestrana i zbog toga se u pravnoj teoriji raščlanjuju i razgraničava u veći broj osamostaljenih privrednih funkcija.

Hartije od vrednosti su izuzetno značajni instrumenti mobilizacije slobodnih, raspoloživih novčanih sredstava. U tom pogledu hartije od vrednosti se celom svetu. Posebne funkcije hartije od vrednosti imaju u oblasti monetarno-kreditne politike i zaštite likvidnosti u privredi. Pomoću hartija od vrednosti se mogu zadovoljiti potrebe privrede u pogledu uzajamnih plaćanja bez dodatnih novih emisija, koje ako nisu kontrolisane, često mogu biti žarište inflatornih tendencija.

Hartije od vrednosti su instrumenti kojima se zadovoljavaju raznovrsne funkcije kredita jer su istovremeno vrlo značajni kreditni instrumenti, a u vezi sa uzajamnim kreditnim odnosima, isto tako izuzetno značajni instrumenti obezbeđenja.

U ovoj oblasti robne cirkulacije hartije od vrednosti su takođe od posebnog značaja jer se pomoću njih obezbeđuje robni promet bez fizičkog prisustva robe na tržištu i na taj način se utiče na vremensko i poslovno uravnoteženje ponude i potražnje pojedinih vrsta roba na pojedinim tržištima. Ne upuštajući se detaljnije u analizu razlika u privrednim sistemima pojedinih zemalja, naročito sa aspekta privrednih funkcija i položaja hartija od vrednosti možemo j edino konstatovati da postoje razlike u shvatanjima i da postoje razlike u privrednim funkcijama pojedinih hartija od vrednosti u pojedinim zemljama. Velike razlike u shvatanjima postoje u organizaciji unutrašnjeg platnog prometa.

[488] Pri tome nije toliko važno da li transakcije u poslovima prodaje ili kupovine hartije od vrednosti centralna banka obavlja s bankama ili nebankarskim ekonomskim subjektima. Razlika je jedino u tome što u prvom slučaju na rezerve likvidnosti banaka deluje direktno, a u poslednjem indirektno.

3. Polazeći od zakonskog pojma hartije od vrednosti i od vrednosti i od upoređivanja hartija od vrednosti sa drugim pismenim ispravama u pravnom prometu, proizilaze određena dokazna, legitimaciona i inkorporaciona svojstva hartija od vrednosti. Hartije od vrednosti imaju niz drugih osobina, naročito pojedini oblici hartija od vrednosti. Nisu, međutim, sve osobine hartija od vrednosti bitne i ne moraju biti prisutne kod svake hartije od vrednosti.

Bitne osobine hartija od vrednosti, a bez kojih nema hartija od vrednosti, i koje moraju postojati kod svakog pojedinog pojavnog oblika hartije od vrednosti, su:

- hartija od vrednosti uvek mora biti u obliku pismene isprave,
- u hartiji od vrednosti mora uvek biti konstatovano neko imovinsko, materijalno pravo iako pored imovinskog prava u hartiji od vrednosti može biti istovremeno konstatovano i neko drugo pravo, pravo neke druge vrste. Bitno je da se u svakoj hartiji od vrednosti mora konstatovati njihovo imovinsko pravo.
- pravo koje je konstatovano u hartiji od vrednosti ne može se ostvariti i ne može se prenositi na drugog bez istog vremenskog prenosa i posedovanja hartije od vrednosti. Ovo je načelo inkorporacije koje je jedno od bitnih načela svih pojavnih oblika hartija od vrednosti.

Hartije od vrednosti, na to upućuje i njihov naziv, uvek predstavljaju pismene isprave, tj. uvek moraju biti u pismenom obliku. Ne može da postoji hartija od vrednosti koja nije u obliku pismene isprave. Zbog toga se hartije od vrednosti smatraju formalnim pravnim poslovima, za razliku od opštih principa neformalnosti u robno-novčanom prometu. Pismeni oblik hartija od vrednosti nije jedino formalnost kod hartija od vrednosti. To su strogo formalne pismene isprave koje moraju da sadrže sve bitne sastojke, jer ako hartija od vrednosti nema te bitne elemente ne radi se o punovažnoj hartiji od vrednosti. Najčešće se za svaki pojavni oblik hartija od vrednosti utvrđuju u zakonu bitni elementi te vrste od vrednosti bez kojih se ta pismena isprava ne može smatrati hartijom od vrednosti. Često se predviđaju mogućnosti pretpostavljanja pojedinih bitnih elemenata hartije od vrednosti u cilju omogućavanja brže i sigurnije cirkulacije hartije od vrednosti. Zatim, kod hartija od vrednosti se često propisuje mesto na pismenoj ispravi na kome se pismeno konstatuju pojedini bitni elementi. Ako je taj bitni element unet u neko drugo mesto u toj pismenoj ispravi, tj . ako nije on konstatovan na propisanom mestu često se smatra da nije ni unet u hartiju od vrednosti.

Hartija od vrednosti postaje ovakva pismena isprava kada bude izdata od strane ovlašćenog izdavaoca. Izdavaocu hartija od vrednosti mogu biti prvenstveno pojedini domaći pravni subjekti (pravna lica sa sedištem na teritoriji Srbije, Republika Srbija, autonomne pokrajine, jedinice lokalne samouprave, pravna lica korisnici budžetskih sredstava, organizacije obaveznog socijalnog osiguranja i Narodna banka Srbije, ali isto tako i strana pravna lica, pod uslovima predviđenim zakonom. Fizička lica ne mogu biti izdavaocu hartija od vrednosti.

Svaka hartija od vrednosti mora biti izražena u određenoj valuti. Valuta se izražava u opštem elementu koji se odnosi na nominalnu vrednost hartije od vrednosti. Nominalna vrednost je iznos na koji hartija od vrednosti glasi. U vezi s tim, pravilo je da se hartije od vrednosti koje domaća pravna lica izdaju i kojima trguju u Republici Srbiji izražavaju u domaćoj valuti, tj. u dinarima. Međutim, neke hartije od vrednosti, pod uslovima predviđenim zakonom, mogu biti izražene u stranoj valuti. To se odnosi na dužničke hartije od vrednosti (obveznice i dr.). Svoju obavezu iz hartije od vrednosti koju je izdao, njen izdavalac može izvršiti isključivo u valuti koja je označena u hartiji od vrednosti.

U svakoj hartiji od vrednosti sadržana su, tj. inkorporisana određena prava na njenog imaoca, koja su istovremeno i obaveza za njenog izdavaoca. Ova prava uslovljena su u hartiji od vrednosti prilikom njenog izdavanja. Vlasnik, odnosno zakoniti imalac hartije od vrednosti istovremeno je i titular prava koja su u njoj sadržana. Prava koja su u vezi sa hartijom od vrednosti mogu sticati i njima raspolagati kako domaća tako i strana fizička i pravna lica (drukčije može biti određeno samo posebnim zakonom).

Prava zakonitih imalaca hartija od vrednosti iz tih hartija nastaju upisom hartije od vrednosti na njihov račun koji se vodi u Centralnom registru hartija od vrednosti. Svaki imalac hartije od vrednosti ima svoj poseban račun u pomenutom registru.

Hartije od vrednosti su negocijabilne (prenosive) isprave. Prenosom hartije od vrednosti istovremeno se prenose i prava koja su u njoj inkorporisana. Prenos prava iz hartija od vrednosti vrši se njenim prenosom na račun novog imaoca u Centralnom registru hartija od vrednosti. Eventualna prava trećih lica na hartijama od vrednosti stiču se i prenose upisom tih prava i njihovih korisnika na račun hartija od vrednosti zakonitih imalaca u Centralnom registru. U pogledu prenosa prava hartija od vrednosti, u principu ne postoje nikakve pravne barijere. Raspolaganje hartijama od vrednosti može biti ograničeno samo izuzetno, a to ograničenje zakonom je svedeno na dva slučaja. Prvi slučaj zavisi isključivo od imaoca hartije od vrednosti i isti nastupa kada on u pismenom obliku izjavi da se odriče raspolaganja određenim ili svim pravima koja proističu iz ove isprave, ali ne u korist drugog lica. Drugo ograničenje ne zavisi od volje zakonitog imaoca hartije od vrednosti, već nastaje kao posledica donošenja sudske odluke o zabrani raspolaganja određenim ili svim pravima na hartije od vrednosti (kako bi se omogućila naplata potraživanja i sl.). Ograničenja raspolaganja pravima iz hartija od vrednosti moraju biti upisana na račun imaoca tih hartija.

14.3. Vrsta hartija od vrednosti

A. U robnonovčanom prometu razvijenih privreda nalazi se u opticaju veliki broj raznovrsnih hartija od vrednosti, što je, po prirodi stvari, moralo da ukaže na potrebu njihovog grupisanja radi lakše obrade njihovih različitih pravnih

i ekonomskih funkcija. Kako je grupisanje svih hartija od vrednosti po određenim kategorijama uvek zavisilo od svrhe usvojene sistematizacije, to je svaka sistematika isticala svoje kriterijume. Tako su veoma često hartije od vrednosti grupisane prema vrsti inkorporiranog prava, zatim prema načinu nastajanja prava, prema dospelosti ovih isprava, prema načinu određivanja imaoca prava i sl.

Svi pojavni oblici hartija od vrednosti na osnovu različitih kriterijuma. Utvrđivanje pojedinih vrsta hartija od vrednosti ima ne samo pravno teoretski, nego i veoma značajan praktični razlog jer se na taj način omogućuje utvrđivanje opštih pravila i principa koji se primenjuju samo za pojedine vrste hartija od vrednosti, a ne za sve vrste hartija od vrednosti. Na ovaj način se ostvaruje ne samo viši stepen racionalizacije, nego se omogućuje i viši stepen pravne sigurnosti. Postoje razni kriterijumi od kojih se polazi prilikom utvrđivanja pojedinih vrsta hartija od vrednosti. Najznačajnija su četiri sledeća kriterijuma:

1. Prema načinu određivanja imaoca prava iz hartije od vrednosti treba razlikovati:

a. hartije od vrednosti na ime, kod kojih je imalac prava uvek označen na hartiji od vrednosti;
b. hartije od vrednosti po naredbi, kod kojih je imalac prava označen na hartiji od vrednosti, ali se imaocem prava smatra svako drugo lice koje označeni imalac prava iz hartije od vrednosti svojom naredbom odredi;
c. hartije od vrednosti na donosioca, su hartije od vrednosti kod kojih se smatra da je imalac prava iz hartije od vrednosti svaki savesni imalac te hartije od vrednosti;
d. alternativne hartije od vrednosti, kod kojih se imalac prava određuje na alternativni način, kombinacijom napred navedenih načina određivanja imaoca prava hartije od vrednosti;
e. mešovite hartije od vrednosti, koje se sastoje iz dva ili više delova, a kod tih delova se na različite načine određuje imalac prava.

Treba naglasiti da je ova podela hartija od vrednosti najčešća i najmasovnija i da se najčešće primenjuje u zakonodavstvima pojedinih zemalja.

2. Prema karakteru inkorporisanog prava u hartiji od vrednosti, treba razlikovati sledeće vrste hartija od vrednosti:

- obligaciono-pravne hartije od vrednosti kojima je inkorporisano neko obligaciono pravo, najčešće se radi o novčanom potraživanju;

- stvarno-pravne hartije od vrednosti sadrže neko stvarno pravo. Prema vrstama stvarnog prava, ove hartije od vrednosti se dalje mogu podeliti na svojinsko-pravne i založno pravne hartije od vrednosti. Založno-pravne hartije od vrednosti se dalje dele već prema tome da li se radi o pravu zaloge u vezi pokretnih stvari ili u vezi nepokretnih;

- hartija od vrednosti sa pravom učešća tzv. korporacioni efekti, tj. korporacione hartije od vrednosti. U svim hartijama od vrednosti je pored nekog

imovinskog prava inkorporisano i pravo upravljanja i odlučivanja u pojedinim pravnim licima, i otuda i naziv ovih hartija od vrednosti. Najizrazitija hartija od vrednosti sa pravom učešća je akcija koja daje imaocu te hartije od vrednosti pravo da učestvuje u upravljanju akcionarskim društvom. Kod nas u ovu grupu hartija od vrednosti spada certifikat o udruženim novčanim sredstvima, kao jedan od oblika udruživanja rada i sredstava, na osnovu odgovarajućeg samoupravnog sporazuma o udruživanju.

3. Prema stepenu povezanosti sa osnovnim pravnim poslom zbog koga je došlo do izdavanja hartija od vrednosti i prema mogućnosti uticaja osnovnog pravnog posla na ostvarenje i prenos prava iz hartija od vrednosti razlikujemo sledeće vrste hartija od vrednosti:

- apstraktne hartije od vrednosti kod kojih osnovni pravni posao nije vidljiv iz hartije od vrednosti i ne utiče na ostvarenje i prenos prava iz hartije od vrednosti;
- kauzalne hartije od vrednosti su hartije od vrednosti koje se nalaze u pravnoj zavisnosti u odnosu na osnovni pravni posao iz koga su izdate, i to ako u pogledu ostvarivanja tako i prenosa prava iz hartije od vrednosti. Dok kauzlane hartije od vrednosti mogu biti pravičnije, apstraktne hartije od vrednosti stvaraju viši stepen pravne sigurnosti.

4. Prema načinu postanka prava iz hartije od vrednosti razlikujemo sledeće hartije od vrednosti:

- konstitutivne hartije od vrednosti kod kojih je bitno da izdavaoca ovih hartija od vrednosti konstituiše neko novo pravo koje je konstatovano u hartiji od vrednosti;
- nekonstitutivne ili deklarativne hartije od vrednosti sadrže neko pravo koje nije konstituisano izdavanjem hartija od vrednosti, nego je postojalo i prema izdavanju hartija od vrednosti, a izdavanjem hartija od vrednosti ovo pravo se jedino deklariše prema trećim licima.

B. Hartije od vrednosti na ime odlikuju se time što je ime njihovog korisnika izričito uneto u samu ispravu i tako se ostvarivanje prava iz hartije vezuje za ime lica označenog u hartiji. Prema tome, hartije od vrednosti na ime su hartije od vrednosti u kojima je tačno označen imalac prava, a to je lice koje je označeno u hartijama od vrednosti, dok se i u toj hartiji od vrednosti, kao uostalom i kod drugih hartija od vrednosti, mora naznačiti i ime dužnika prava iz hartije od vrednosti. Kod hartije od vrednosti na ime je bitno da se iz hartije od vrednosti može odmah saznati ime, odnosno firma imaoca prava iz hartije od vrednosti. Ovo svojstvo hartije od vrednosti na ime daju visok stepen sigurnosti ovoj vrsti hartije od vrednosti jer se sprečava ostvarivanje prava iz hartije od vrednosti od strane neovlašćenog, ali s druge strane ova vrsta hartija od vrednosti

ima osnovnu negativnu stranu da se dosta teško prenosi tj. da je otežana cirkulacija hartija od vrednosti na ime. Upravo zbog toga se u pojedinim zakonskim propisima na osnovu izričitih zakonskih pravila pojedine hartije od vrednosti na ime mogu prenositi indosamentom, tj. na isti način na koji se prenose i hartije od vrednosti po naredbi, a ne samo cesijom koji je osnovni oblik prenosa hartija od vrednosti na ime.

Izdavanje hartije od vrednosti na ime predstavlja, u stvari, pismenu izjavu izdavaoca kojom se on obavezuje na određenu činidbu izričito označenom korisniku ove hartije od vrednosti. Time je očigledno, izražena želja izdavaoca takve hartije da zadrži kao poverioca ono lice kome je i izdao hartiju od vrednosti. Tipičan predstavnik ove vrste hartije od vrednosti je certifikat ili potvrda o deponovanim sredstvima koju izdaje banka svom deponentu, a zatim štedna knjižica i založnica. Kao i kod hartije na donosioca, potraživanja iz hartije od vrednosti na ime vezano je za samu hartiju, ali s tom razlikom što se zakonitim imaocem hartije od vrednosti na ime smatra lice na koje takva hartija od vrednosti glasi. Prema tome, da bi imalac takve hartije mogao da vrši pravo potraživanja iz hartije, mora da poseduje hartiju i da dokaže da imalac isprave i ime označeno na hartiji predstavljaju jedno isto lice, znači, da je zakoniti imalac. Zakon, međutim, dozvoljava da ispunjenje potraživanja može da zahteva i lice koje ovlasti zakoniti imalac, njegov punomoćnik. Prenos hartija od vrednosti na ime je znatno otežan u odnosu na druge hartije od vrednosti i to je negativna strana hartija od vrednosti na ime jer im je umanjena cirkulativnost, tj. prenosivost. To, međutim, ne znači da se hartije od vrednosti na ime ne mogu prenositi. Prenos hartije od vrednosti na ime se ostvaruje putem ustupanja (cesije) potraživanja u skladu sa opštim principima i načelima o cesiji.

U slučaju prenosa hartije od vrednosti na ime cesijom, na hartiji od vrednosti će se konstatovati da se radi o cesiji a isto tako ime odnosno naziv novog imaoca hartije od vrednosti na ime. Sve ove klauzule raniji imalac hartije od vrednosti na ime treba da potvrdi svojim potpisom na samoj hartiji od vrednosti i da preda hartiju od vrednosti njenom novom imaocu. Na ovaj način je izvršen prenos ne samo prava iz hartija od vrednosti na ime, nego i prenos prava na hartiju od vrednosti na ime.

C. Hartija na donosioca ne sadrži označenje imena njenog vlasnika, već se svaki savesni imalac takve hartije smatra nosiocem prava označenog u hartiji. Takva hartija od vrednosti raspoznaje se po tome što u svom tekstu sadrži označenje "plativa donosiocu". Prilikom utvrđivanja pojma hartija od vrednosti bilo je reči da ove isprave inkorporiraju neko pravo, da postoji sjedinjenost hartije i prava 164 označenog u hartiji, što upućuje na zaključak da nosilac prava na hartiju, koja glasi na donosioca, stiče pravo iz hartije. U tom smislu i Zakon o obligacionim odnosima, regulišući pitanje kome pripada pravo iz hartije od vrednosti, ističe da je "potraživanje iz hartije od vrednosti vezano za samu hartiju

i pripada njenom zakonitom imaocu” . A kao “zakoniti imalac hartije od vrednosti na donosioca smatra se njen donosilac”.

Hartije od vrednosti na donosioca odlikuju se velikom cirkulacionom sposobnošću, jer jednostavno i bez posebnih formalnosti mogu da menjaju “zakonite imaoce” - svaki donosilac takve hartije smatra se zakonitim imaocem sa svim ovlašćenjima na ostvarivanje prava inkorporiranog u hartiji prema njenom izdavaocu. Štaviše, ostvarivanje prava svakog imaoca hartije od vrednosti na donosioca pomenuti zakon je zagarantovao i za slučaj da je takva hartija od vrednosti “izašla iz ruke njenog izdavaoca, odnosno njenog ranijeg imaoca i bez njegove volje”.

Pored već naglašenog svojstva ove hartije da je njen imalac formalno legitimisan samim posedovanjem hartije i da dužnik, prema tome, nema obavezu da ispituje ni formalnu ni materijalnu legitimaciju (odgovoran je samo ako prilikom isplate postupi zlonamerno ili sa velikom nemarnošću), valja istaći da hartije od vrednost na donosioca spadaju u prezentacione papire i to bez obzira da li je ili nije uneta prezentaciona klauzula. To praktično znači da se radi vršenja inkorporiranog prava ove hartije moraju da podnesu ili prezentiraju i, kada dužnik izvrši isplatu označenog iznosa, zadržava hartiju kao dokaz o izvršenju obaveze.

Izdavalac hartije od vrednosti na donosioca ili po naredbi može, na zahtev i o trošku imaoca hartije, da promeni takvu hartiju od vrednosni papir na ime. Na isti način, ali pod uslovom da nije ranije istaknuta zabrana, izdavalac može da promeni hartiju od vrednosti na ime u vrednosni papir koji glasi na donosioca ili u hartiju po naredbi.

D. Hartije od vrednosti po naredbi moraju, takođe, da sadrže ime korisnika, ali oznaku korisnikovog imena prati i klauzula “po naredbi”. Očigledno je da je potraživanje iz ove hartije od vrednosti vezano za samu hartiju i da pripada licu označenom u hartiji, ali zahvaljujući klauzuli “po naredbi”, to pravo iz hartije pripada i svakom drugom licu na koje je uredno preneta takva hartija. Prema tome, kao zakoniti imalac hartije po naredbi smatra se i lice na koje je prethodni imalac izvršio prenos svojom izjavom o prenosu (indosamentom).

Zahvaljujući svojoj osobenoj zaštitnoj sposobnosti od nesavesnih držalaca, hartija od vrednosti po naredbi je utoliko više pokazala pogodnosti za prenos prava sa jednog na drugog zakonitog imaoca. Otuda neke hartije od vrednosti imaju svojstvo hartije po naredbi na osnovu samog zakona (na primer, menica), iako pored imena korisnika ne stoji klauzula “po naredbi” (podrazumeva se da zabrana prenosa indosamentom može oduzeti ovu cirkulacionu sposobnost unošenjem klauzule “po naredbi”).

Izdavanje hartije od vrednosti po naredbi smatra se izvršenim kad njen izdavalac preda potpisanu hartiju njenom korisniku. Taj momenat označava i trenutak nastanka obaveze iz hartije od vrednosti. S druge strane, vršenje prava iz takve hartije vezuje se za samu hartiju i pripada njenom zakonitom imaocu. Kao i

kod drugih hartija od vrednosti, i u hartiji po naredbi može izdavalac, na zahtev i o trošku imaoca hartije, promeniti u hartiju na ime. I obrnuto: ako ne postoji izričita zabrana, izdavalac hartije na ime može je na zahtev izdavaoca promeniti u hartiju od vrednosti po naredbi.

E. Hartije od vrednosti po naredbi se prenose indosamentom. Prenos indosamentom hartija od vrednosti po naredbi predstavlja, u stvari, određivanje novog imaoca hartije po naredbi, naredbom ranijeg imaoca te hartije od vrednosti. Indosamentom raniji imalac hartije od vrednosti po naredbi svojom naredbom koja se stavlja na poleđini hartija od vrednosti određuje novog imaoca hartije od vrednosti po naredbi. Novi imalac hartije od vrednosti po naredbi može daljim indosamentom odrediti novog imaoca te hartije od vrednosti. Indosamentom se prenose prava iz hartije od vrednosti po naredbi i pravo na hartiju od vrednosti po naredbi.

Indosament je pismena izjava zakonitog imaoca hartije od vrednosti po naredbi koja se stavlja na poleđini te hartije od vrednosti i kojom on svojom naredbom prenosi prava iz hartije od vrednosti i pravo na hartiju od vrednosti na neko drugo lice koje na taj način postaje imalac hartije od vrednosti po naredbi.

Razvrstavanje hartija od vrednosti po drugim kriterijumima - Hartije prema prirodi inkorporiranog prava grupišu se u tri vrste: obligacionopravne, stvarnopravne i hartije sa pravom učešća. Obligacionopravne hartije su takvi vrednosni papiri čiji sadržaj upućuje njihove imaoce na vršenje prava potraživanja prema dužniku. Prema ovom kriterijumu u ovu vrstu hartija od vrednosti spadala bi, na primer, menica, ček, obveznica na donosioca, kreditno pismo i sl. Stvarnopravne hartije se odlikuju time što u sebi sadrže neko stvarno pravo, kao što je pravo svojine ili pravo zaloga. Pošto se ovo pravo najčešće odnosi na pokretne stvari, onda su tipični predstavnici ovih hartija od vrednosti skladišnica i konosman.

Hartije sa pravom učešća su karakteristične za promet akcijskog kapitala koje svom imaocu daju pravo na zahtevanje kamate i dobiti (dividende) od akcionarskog društva, a zatim i pravo na učešće u upravljanju takvim pravnim licem koje je emitovalo akcije. Hartije od vrednosti prema načinu nastajanja prava inače sadržanog u hartiji, razlikuju se prema tome da li je pravo iz hartije nastalo u trenutku izdavanja takve isprave ili je ono već postojalo i pre njenog izdavanja. S obzirom na to što izdavanje hartije stvara pravo, takve isprave nazivaju se konstutivne hartije, na primer, menica, dok su ove druge nekonstutivne, na primer, konosman i skladišnica. Hartije od vrednosti mogu da se klasifikuju i prema njihovoj dospelosti. Prema tome, hartije sa tačno označenim danom dospelosti činile bi grupu hartija sa određenim rokom, na primer, menica kao instrument obezbeđenja plaćanja, zatim hartije po viđanju ili a vista (na primer, ček) i, najzad, hartije čija dospelost ne mora da se označava rokom za izvršenje obaveze (na primer, obveznice).

14.4. Prenos hartija od vrednosti

1. Za sve navedene hartije od vrednosti karakteristično je da se pravo iz hartije na određeni način može preneti.Opšta pravila o prenosu hartija od vrednosti sadržana su u Zakonu o obligacionim odnosima. U odredbama regulisan je: prenos prava iz hartije na donosilaca; prenos prava iz hartija na ime; prenos prava iz hartije po naredbi; vrste indosamenta; prenos punomoćja i prenos za zalogu; dokazivanje zakonitosti prenosa i zabrana prenosa. Prenos prava iz hartije na donosioca - U hartiji od vrednosti koja glasi na donosioca imalac prava (korisnik) nije imenovan izričito, tako da se svaki imalac takve isprave smatra korisnikom hartije. Nastaju na dva osnovna načina: unošenjem klauzule: "plativo donosiocu" (ili neke druge odredbe sa istim značenjem) i sticanjem svojstva hartije na donosioca na osnovu zakonskih propisa. Hartija od vrednosti na donosioca prenosi se najlakše od svih hartija od vrednosti. Za punovažan prenos ovih isprava dovoljna je obična predaja hartije iz ruke u ruku.

Prenos prava iz hartije na ime - Prenos prava iz hartije od vrednosti na ime prenosi se cesijom. Posebnim zakonom može biti određeno da se pravo iz hartije od vrednosti može prenositi indosamentom. Prenos prava iz hartije po naredbi, pravo iz hartije od vrednosti po naredbi prenosi se indosamentom. Iz njegovih odredaba proizilazi da su hartije po naredbi isprave kod kojih se kao imalac prava pojavljuje neko lice izričito označeno u samoj ispravi, ali je tom licu istovremeno data mogućnost da svojom naredbom odredi neko treće lice kao korisnika isprave. Ova vrsta hartije se lako prenosi, i to indosiranjem, tj. stavljanjem određene klauzule o prenosu (ili samo potpisa prenosioca) na poleđini isprave. Na osnovu indosiranja novi imalac isprave stiče pravo na hartiju dok pravo iz hartije automatski sledi pravo na hartiji.

2. Vrsta indosamenta - Indosament može biti puni, blanko i na donosioca s tim da indosament na donosioca važi kao blanko indosament. Puni indosament predstavlja redovan oblik indosamenta. On se odlikuje time što sadrži izjavu o prenosu i firmu, odnosno naziv ili ime lica na koje se pravo iz hartije od vrednosti prenosi (indosatar) i potpis prenosioca (indosant), a može da sadrži i druge podatke (mesto, datum i dr.). Blanko indosament sadrži samo potpis indosanta. U slučaju prenosa na donosioca umesto imena indosatara stavlja se reč "donosiocu". Ništav je delimični indosament .Kao blanko indosamenta, saglasno Zakonu o obligacionim odnosima, postoji samo potpis indosanta, a bitno je da ne sadrži ime indosatara. U novije vreme hartije od vrednosti sve češće se prenose putem blanko indosamenta, jer na taj način novi imalac može lakše vršiti dalje prenošenje, te je njegov položaj povoljniji nego kod drugih indosamenta. Putem blanko indosamenta hartija od vrednosti po naredbi pretvorena je u hartiju na donosioca. Činjenica je da to ubrzava promet što se može uzeti kao prednost ovakvog načina prenošenja prava iz hartije. Međutim, kod pojedinih hartija od vrednosti, na

primer kod menice, nedostatak blanko indosamenta je u činjenici da se mnogi učesnici oslobađaju obaveze i time ni malo ne doprinose garancijskoj snazi ove hartije od vrednosti po naredbi.

Razlozi za potpisivanje da je ništav delimičan indosament su praktične prirode. Naime, hartija od vrednosti je prezentaciona isprava. Imalac hartije od vrednosti ne može da zahteva od izdavaoca hartije da ispuni obavezu upisanu na hartiji ako mu nije podneo hartiju. U konkretnom slučaju, ako bi bio dozvoljen delimični indosament, indosantu bi trebalo dati pravo da, i posle delimičnog prenosa prava iz hartije na indosatara, zadrži hartiju. U takvoj situaciji postavlja se pitanje kako bi indosatar vršio onaj deo prava koja je na njega indosant preneo delimičnim indosamentom. I njemu je za vršenje prava neophodna hartija. Ako je prenos prava iz hartije od vrednosti po naredbi izvršen istovremeno na više lica svi takvi indosatari pojavljuju se kao solidarni poverioci. Dužnik ispunjava obavezu samo onom licu koje mu hartiju prezentira. Podsetimo se na to da se kod hartija od vrednosti načelo inkorporacije ogleda u tome što su prava iz hartije tesno povezana sa posedovanjem isprave. Ovo načelo ukazuje da hartije od vrednosti spadaju u tzv. prezentacione isprave, jer poverilac (imalac) hartije može da realizuje svoje potraživanje samo ako hartiju prezentira (podnese) dužniku. Prenos punomoćja i prenos za zalogu - Hartija od vrednosti može se preneti kao prenos punomoćja, odnosno kao prenos za zalogu. Kod prenosa punomoćja stavlja se klauzula "vrednost u punomoćju", a kod prenosa za zalogu "vrednost za zalogu" ili slično.

Imalac hartije od vrednosti koja glasi po naredbi ili na ime može ovlastiti neko drugo lice da za njega izvrši neke pravne radnje iz hartije ili da vrši sva prava koja iz navedenih isprava proističu. U tu svrhu izdaje mu punomoć na samoj hartiji prenosom hartije na njega sa klauzulom (napomenom) u indosamentu "vrednost u punomoćju", odnosno unošenjem ove klauzule u izjavu o cesiji. Takav prenos naziva se punomoćnički (prokura) prenos. Indosant hartije od vrednosti po naredbi i cedent hartije od vrednosti na ime ostaju vlasnici hartije, a prokura indosatar (punomoćnik) i prokura cesionar (punomoćnik) hartiju mogu preneti na drugog samo kao prenos punomoćja (videti član 247. Zakona o obligacionim odnosima). Klauzula "vrednost u punomoćju" unosi se u indosament i kada se vrši prenos hartije na ime ako je posebnim zakonom propisano da se može prenositi indosamentom. Ova klauzula uneta u indosament ili u izjavu o cesiji legitimiše prezentanta hartije, na primer, da on ne zahteva ispunjenje obaveze iz hartije od vrednosti za sebe nego za drugoga (indosanta ili cedenta). Ova vrsta prenosa nije moguća kod hartija od vrednosti na donosioca, jer prava iz hartije od vrednosti na donosioca vrši se prostom predajom, bez ikakvih ubeležavanja na hartiji.

3. Osnovni oblik prenosa hartije od vrednosti na ime je cesija, a osnovni oblik prenosa hartija od vrednosti po naredbi je indosament. Između indosamenta i cesije značajne razlike u pogledu pravnog dejstva i pravnih posledica ovakvih

različitih oblika prenosa hartija od vrednosti. U znatno povoljnijem položaju je poverilac koji je stekao hartiju od vrednosti indosamentom, jer je on stekao ono pravo koje je konstatovano na hartiji od vrednosti, dok poverilac kod cesije može steći samo ona prava koja je prethodnik imao, a to je često nepoznato i neizvesno jer zavisi u velikoj meri od subjektivnih svojstava pravnog odnosa između prethodnog poverioca i dužnika. Upravo zbog toga je indosament mnogo češći oblik prenosa hartija od vrednosti, a za pojedine hartije od vrednosti na ime u našem pozitivnom pravu izričito je predviđeno da se mogu prenositi ne samo cesijom nego indosamentom.

Kod indosamenta u načelu prava imaoca hartije od vrednosti su samostalna i nezavisna i nisu ni od kakvog uticaja pravni odnosi između drugih indosanata i indosatara. Prema takvom poveriocu se mogu isticati samo oni prigovori koji su zasnovani na nedostacima te hartije od vrednosti, kao na primer da je ta hartija od vrednosti falsifikovana, da je ta hartija od vrednosti bez svih elemenata, kao i druge slične prigovore, u skladu sa Zakonom o obligacionim odnosima. Samostalnost i nezavisnost prava indosatara znači i to da se prema ovome licu mogu isticati i oni prigovori koji su se mogli isticati prema ranijim imaocima te hartije od vrednosti. Međutim, između indosanata i indosatara kod istog indosamenta mogu se isticati prigovori lične prirode koji su zasnovani na osobinama njihovog ličnog pravnog odnosa. Sva ova pravila su zasnovana na pretpostavci savesnosti, a to znači da se ova pravila o samostalnosti i nezavisnosti prava indosatara jedino primenjuju onda kada je on savestan. Ako je on znao ili morao znati da ta prava nije imao njegov prethodnik i da je prethodnik nesavesno postupio da bi izbegao prigovore prema sebi ili na neki drugi nesavestan način, i ti subjektivni prigovori su se mogli isticati prema nesavesnim imaocima te hartije od vrednosti. Ovo pravilo je izričito predviđeno Zakonom o obligacionim odnosima.

Suštinska razlika između indosamenta i cesije je u tome što se indosamentom prenose prava koja su konstatovana na hartiji od vrednosti, dok se cesijom prenose samo ona prava koja je prethodnik imao. Naime, kod cesije cedent, tj. prenosilac može preneti na cesionara, tj. novog imaoca hartije od vrednosti, samo ona prava koja je cedent imao prema cesusu, tj. dužniku iz te hartije od vrednosti. S druge strane, dužnik kod cesije može prema imaocu hartije od vrednosti da ističe sve one prigovore koje je mogao da ističe i prema prethodnom imaocu te hartije od vrednosti, tj. cedentu.

Razlike između cesije i indosamenta postoje i u pogledu položaja kasnijih dužnika kod te hartije od vrednosti. Cedent nije solidarni dužnik sa kasnijim dužnicima na osnovu te hartije od vrednosti, dok je indosant solidarni dužnik sasvim kasnijim indosantima. To znači da cedent odgovara jedino cesionaru, dok indosanti odgovaraju svim kasnijim imaocima te hartije od vrednosti. Između indosanata kasnije dolazi do prevaljivanja obaveze iz hartije od vrednosti i to u celini bez srazmernog umanjenja te obaveze. Postoji mogućnost da se indosant oslobodi obaveze prema kasnijim imaocima te hartije od vrednosti. I tada

uindosament unosi klauzulu “bez obaveze” ili “bez odgovornosti”. Ove klauzule oslobađaju indosanta jedino obaveze prema kasnijim imaocima te hartije od vrednosti, ali ga ne oslobađaju i ne mogu osloboditi obaveze prema indosataru na koga je preneo pravo na hartiju od vrednosti i pravo iz hartije od vrednosti.

14.5. Pojedini pojavni oblici hartija od vrednosti

14.5.1. Menica

Menica je hartija od vrednosti izdata u propisanoj formi, kojom jedno lice izdaje nalog drugom licu da u određenom vremenu i na određenom mestu isplati, označenu sumu novca licu imenovanom u tom pismu (ili po njegovoj naredbi) obavezujući se i samo da je isplati, ako to ne učini lice kome je nalog upućen. Navedeni momenti bliže objašnjavaju jednu vrstu menice, poznatu pod imenom trasirana (vučena) menica kod koje se obavezno javljaju tri lica: prvo lice koje daje nalog za plaćanje, ili trasant; drugo lice kome se upućuje naredba za plaćanje, ili trasat; treće imalac menice, ili remitent. Druga vrsta menice je sopstvena menica. Ona se razlikuje od trasirane menice po tome što se njen izdavalac (trasant) sam obavezuje da će u određeno vreme i na određenom mestu isplatiti označenu sumu novca licu imenovanom u menici (remitent), ili po njegovoj naredbi. Prema tome, sopstvena menica sadrži označenje dva lica; izdavaoca menice (trasat se ne pojavljuje) i imaoca menice ili korisnika (remitent).

Menično pravo je priznalo menično-pravna svojstva sopstvenoj menici, pa se, prirodno, na nju primenjuju odredbe o trasiranoj menici iz Zakona o menici koji je izvor prava za ovaj pravni institut. Jedina ograda bila bi u tome što se prilikom primene mnogobrojnih odredbi po trasiranoj menici mora prethodno proveriti da nije takva primena suprotna prirodi sopstvene menice. Usvajajući stav o načelnoj jednakosti trasirane i sopstvene menice naš Zakon predviđa da se na sopstvenu menicu ne primenjuju odredbe o bitnim sastojcima trasirane menice, zatim o odgovornosti trasata, o prezentaciji na akcept trasirane menice, o protestu i regresu zbog delimičnog akcepta, o intervenciji zbog neakceptiranja i, najzad, o duplikatima trasirane menice o kojima ćemo kasnije detaljnije govoriti.

U pravnoj doktrini sporno je pitanje pravne prirode menice. O tome postoje brojne teorije među kojima treba izdvojiti tri: ugovornu, emisionu i kreacionu teoriju. Ugovorna teorija je najstarija i danas ima najmanje pristalica. Po njoj, menica je isprava kojom se potvrđuje ugovor o razmeni novca koji je zaključen između izdavaoca i prvog imaoca menice. Shvatanje menice kao ugovora o razmeni izraslo je iz prvobitne uloge menice kada je menica služila kao sredstvo razmene novca. U novije vreme, ugovorna teorija je dobila novo značenje. Prema njoj, menica je ugovor između dva lica; lica koje predaje i lica koje prima menicu. Trenutak predaje menice primaoca označava i trenutak nastanka menične obaveze.

Emisiona teorija ističe da je menica jednostrani pravni posao nastao ne samom činjenicom stvaranja menice već i njenim izdavanjem (emisijom), tj. menica će imati pravno dejstvo tek njenim puštanjem u promet, odnosno predajom trećem licu. Kreaciona teorija polazi od shvatanja da se menična obaveza zasniva jednostranom izjavom volje koja se manifestuje stavljanjem potpisa na menicu. Razlika između teorije emisije i kreacione teorije sastoji se u tome što prema misionoj teoriji menica mora biti stavljena u promet da bi proizvela pravno dejstvo, dok prema kreacionoj teoriji menična obaveza je nastala samim stvaranjem menice. U doktrini je kreaciona teorija najviše prihvaćena teorija u pravnoj prirodi menice.

Menica se pojavila u XII veku u Italiji. Svakako da su menicu izazvali trgovina i robni promet uopšte. Pored toga, na razvitak menice uticale su nesređene društvene prilike feudalizma. U tom periodu nije postojala pravna bezbednost ličnosti i imovine, pogotovu putnika. Tako je nađen način da se obezbede pošiljke gotovog novca. Umesto da sa sobom nosi novac, trgovac je u svom mestu polagao kod kampsora (menjača) sumu novca na ime koje je dobio pismeno adresovano na menjačevog korespodenta, u mestu kuda je trgovac odlazio. U ovom pismenu menjač je nalagao svom korespondentu da isplati imaocu pismena sumu novca čiju je protivvrednost menjač već primio. S obzirom da se najčešće radilo o razmeni jedne vrste novca za drugu, to je menica bila sredstvo razmene novca. Na to ukazuje i sam njen naziv. Vremenom uloga i funkcija menice su se menjali. U savremenom pravu menica je sredstvo kreditiranja. Pored toga, ona služi i kao sredstvo za obezbeđenje poveriočevih potraživanja (kod bankarskih garancija i kredita npr.). Ponekad menica ima i ulogu sredstva plaćanja kako u međunarodnom tako i u unutrašnjem platnom prometu.

Po svojoj prirodi i funkciji menica je dobila međunarodno obeležje i postala značajan faktor u međunarodnom privrednom životu. To je izazvalo potrebu da se izvrši unifikacija menice, što je i učinjeno 1930. godine u Ženevi kada je doneta tzv. Ženevska konvencija o jednoobraznom Zakonu o trasiranoj i sopstvenoj menici. Naša država je prihvatila ovu konvenciju.

1. Menica ima više karakterističnih osobina, od kojih ističemo: menični formalizam, inkorporiranost, meničnu strogost, solidarnost i samostalnost menične obaveze. Menični formalizam - Važnost ove menične osobine vidi se već u tom što je Zakon o menici unapred propisao formu u kojoj se daju menične izjave, određujući neizmenljive uslove u kojima nastaje ili prestaje menično-pravni odnos. To znači da menica mora da sadrži sve one sastojke koji su tim zakonom predviđeni kao obavezni, uključujući, svakako i činjenicu da je menica samo i isključivo pravni akt. Najpre, zakonodavac je u članu 1. Zakona o menici (trasirana) predvideo da menica mora da sadrži osam sastojaka bitnih za njeno postojanje. U protivnom takva hartija nema menično-pravno dejstvo. Drugi momenat sadržan u načelu meničnog formalizma odnosi se na menicu kao pismeni pravni

posao. Ova osobina menice sastoji se u tome što menična izjava ne može ni u kom slučaju da proizvodi pravno dejstvo ako nije data pismeno.

Inkorporiranost - Već sam naziv (inače nastao od latinskih reči corpus - telo, Incorporare - sjediniti, spojiti), objašnjava ovu meničnu osobenost. Zapravo, inkorporiranost bi u ovom slučaju značila da sve menične izjave zajedno sa meničnim pismenom čine jednu nedeljivu celinu. Ova menična osobenost sadrži u sebi dva značajna momenta: jedan, koji govori o tome da menična izjava data van meničnog pismena ne proizvodi menično pravno dejstvo i, drugi, da menični poverilac ne može ostvariti svoje pravo ako ne podnese dužniku i samu menicu. Menična strogost - Zahvaljujući ovoj osobini, menica je postala jedan od najsigurnijih instrumenata kreditiranja i plaćanja. Formalno-pravni smisao menične strogosti vidi se, najpre, u daleko većoj strogosti rokova (ne samo za dužnika već i za poverioca) nego što je to kod građansko-pravnih obaveza, zatim u skraćenom i brzom meničnom postupku u kome se platni nalog donosi na osnovu onoga što proizilazi iz meničnog pismena bez saslušavanja dužnika, pa čak i bez mogućnosti isticanja mnogih prigovora koji su, inače, u redovnom sudskom postupku dozvoljeni. No, njena strogost se manifestuje i u apstraktnosti menično-pravne obaveze. Stavljanjem potpisa, jednostrane izjave na menici, nastaje obaveza dužnika da isplati naznačenu sumu, bez obzira da li je potpisivanju prethodilo, ili nije neko pokriće ili ispunjenje obaveze poverioca.

Menična solidarnost - Pod meničnom solidarnošću podrazumeva se solidarna odgovornost svih potpisnika menice zajedno i svakog pojedinačno prema imaocu ove hartije od vrednosti. Radi naplate duga, znači, imalac menice je ovlašćen da traži naplatu menice od bilo koga potpisnika, ili od svih zajedno. Međutim, jedna od specifičnosti menične solidarnosti je i u tome što se samo akceptant (kod trasirane menice) ili izdavalac sopstvene menice javlja kao glavni dužnik, a ostali menični potpisnici odgovaraju tek u slučaju ako glavni dužnik odbije da isplati menicu u roku dospelosti.

Samostalnost menične obaveze - Menična izjava, potpis jednog lica, kojim potpisnik prihvata obaveze iz menice, procenjuje se nezavisno od potpisa drugih lica. To praktično znači da, u slučaju lažnog potpisa nekog lica ili poslovno nesposobnog lica na menici svi drugi obveznici, čiji su potpisi ispravni, ostaju u obavezi.

2. Elementi menice se klasifikuju na bitne i nebitne elemente. Bitni elementi su oni elementi bez kojih menica ne može punovažno postojati. Prema našem Zakonu o menici, bitni elementi menica su:

- Označenje daje menica data u samom meničnom slogu;
- Bezuslovno obećanje izdavaoca da će platiti sumu na koju glasi menica (sopstvena menica) ili bezuslovan nalog trasatu da menicu plati (trasirana menica);

- Ime lica koje treba da plati (trasat). U sopstvenoj menici sam trasant obavezuje se da plati menicu;

- Označenje dospelosti. Dospelost u menici može se označiti na četiri načina. Tako, postoje menice izdate na određeni dan (datumske menice, na primer "6. decembra 2007. godine platite", na određeno vreme od dana izdavanja (na primer "za dva meseca od danas", po viđenju (bez oznake dana plaćanja) i na određeno vreme po viđenju (na primer "za osam dana po viđenju platite"). Menica se ne može podnositi na plaćanje pre određenog roka, niti je menični dužnik obavezan da menicu isplati pre njene dospelosti. Ako bi rok dospelosti bio označen na neki drugi način, menica bi bila ništava;

- Mesto gde treba platiti. Ali, ako mesto plaćanja nije u menici označeno kao mesto plaćanja uzima se mesto koje stoji pored trasatovog (trasirana menica), odnosno trasantovog imena (sopstvena menica). U pogledu mesta plaćanja važi sledeće pravilo: mesto plaćanja mora biti označeno u geografskom smislu. To je obično mesto prebivališta dužnika. Međutim, postoje i tzv. domicilarne menice. Razliku se prava i neprava domicilirana menica. Kod prave domicilirane menice mesto plaćanja je drugo mesto, a ne mesto gde živi dužnik. U tom slučaju plaćanje vrši treće lice koje se pojavljuje u ulozi dužnikovog blagajnika. To lice ne dolazi u red meničnih obveznika. Kod neprave domicilirane menice plaćanje je u mesto prebivanja dužnika, ali u nekom lokalu ili kod drugog lica, a ne u dužnikovim prostorijama, odnosno sedištu;

- Mesto izdanja menice;

- Datum izdanja menice;

- Ime poverioca menice (remitenta) kome ili po čijoj naredbi treba platiti meničnu svotu;

Menična svota. Ona mora biti izražena u novcu koje je zakonsko sredstvo plaćanja u zemlji i napisana slovima. Ako postoji više svota napisanih ciframa i slovima, važi svota napisana slovima. Ako su iznosi svota različiti važi najmanja svota.

Menica kojoj nedostaje neki od navedenih elemenata ne važi. Ipak, neki od tih elemenata su pretpostavljeni bitni elementi, tj. uzima se da postoje iako nisu direktno naznačeni ukoliko su ispunjeni određeni uslovi. Tako, ako dospelost u menici nije označena, uzima se da je u pitanju menica po viđenju. Ako mesto izdanja menice nije naznačeno kao mesto izdanja smatra se mesto navedeno pored trasantovog imena. Ali, ako pored trasantovog imena nema mesta, menica neće važiti jer joj nedostaje jedan bitni element. Mesto plaćanja je, takođe, pretpostavljeni bitni elemenat. Ako nije u menici navedeno, kao mesto plaćanja uzima se mesto koje se nalazi pored trasatovog imena (kod trasirane menice) ili pored trasantovog imena (kod sopstvene menice). U nedostatku oznake mesta pored imena glavnog dužnika, menica se smatra nevažećom.

Pored tih elemenata, menica može imati i nebitne elemente. Osnovno njihovo obeležje sastoji se u tome što oni ne moraju biti uneti u menicu. Bez njih

menica važi. Ali, ako su već uneti u menicu, oni proizvode određeno menično pravno dejstvo:

- Iznos menične svote napisan cifrom u gornjem desnom uglu menice;
- Izrazi "platite za ovu prvu, itd. menicu". Izraz "prva, druga itd. " su nebitni elementi. Oni označavaju da je menica umnožena u više primeraka, odnosno da se može umnožiti. Ova napomena (prva, druga, treća, itd. menica), značajna je za trasata. On treba da potpiše samo prvi primerak menice. Ako bi potpisao sve primerke onda odgovara po svima tj . dužan je da isplati opoliko primeraka koliko je potpisao. Izdavalac menice može zabraniti umnožavanje menice. On to čini izrazima: "...platite za ovu jednu menicu... " ili "...platite za ovu solo menicu... ";
- Kasatorna klauzula: "...platite za ovu prvu, a ne i za ostale menice... ". Ovom klauzulom određuje se da isplatom jednog primerka, ostali primerci menice gube značaj;
- Izrazi: "vrednost primljena u gotovu" ili "vrednost primljena u robi", označavaju pravno poreklo trasantove obaveze prema remitentu;
- Izrazi: "...stavite istu u račun bez izveštaja", odnosno "...stavite istu u račun sa izveštajem", predstavlja uputstva za trasata. U pravnom slučaju, trasat može da primi (akceptira) menicu ne čekajući izveštaj od trasanta. U drugom slučaju, trasat ne treba da akceptira menicu dok ne dobije obaveštenje od trasanta. U suprotnom, snosiće sam sve eventualne štetne posledice;
- Označenje nekih lica u menici kao indosanata, indosatora, avalista, domicilijanta (lice koje označuje drugo lice koje će menicu platiti), domicilijata (lice koje isplaćuje na njega domiciliranu menicu), instrumentalnih svedoka (lica koja potvrđuju na menici da je izvesno lice postalo menični obveznik, ali zbog svojih nedostataka: slepilo, nepismenost, ne može da se na menici potpiše), punomoćnika, kopista (lice koje pravi kopiju menice i pušta je u promet uz obavezu da će imaocu kopija dati original menice ili će mu isplatiti sumu) i multiplikatora (lice koje umnožava menicu i na njoj daje neku meničnu izjavu);
- Izraz "...po naredbi..." je nebitan element jer je, po našim propisima, menica hartija od vrednosti po naredbi bez obzira da li je to u samo menici označeno ili nije;
- Retka klauzula ("...platite, a ne po naredbi... ") označava da je trasant zabranio indosiranje menice.

3. Menični poslovi su menične radnje koje se obavljaju povodom menice. Oni imaju određeno pravno dejstvo. Ima više meničnih poslova. Izložićemo, u glavnim crtama, samo osnovne menične poslove: Izdavanje menice - Menicu po pravilu izdaje trasant na meničnom blanketu stavljanjem svog potpisa. Iako trasant nije obavezan da popuni menični tekst, jer to može da učini svaki savesni imalac menice (blanko menica), ipak on svojim potpisom i predajom remitentu

postaje prvi menični dužnik. Njegova odgovornost kao glavnog meničnog dužnika ostaće sve do akceptiranja menice.

Zakon o menici ne propisuje da se menica mora izdati na meničnom blanketu, ali, s obzirom, ne samo na znatne olakšice koje pruža štampani blanket, već i na činjenicu da se kupovinom blanketa istovremeno vrši i obaveza plaćanja poreza na promet, koji se plaća na menice izdate u zemlji, menični blanket je opšte usvojeni štampani obrazac u našoj zemlji. Porez na promet po menici plaća se od osnova menične vrednosti. Trasant je glavni menični dužnik sve dok trasat ne prihvati njegov uput o bezuslovnom plaćanju. On će odgovarati za akceptiranje menice.

Akceptiranje menice - Akcept ili menični prijem je menično-pravna radnja koja se sastoji u ispisanoj izjavi trasata na meničnom pismenu o prihvatanju obaveze da će platiti menični iznos o dospelosti menice. Svojom potpisanom izjavom trasat postaje akceptant, što znači glavni menični dužnik, čija je obaveza plaćanja bezuslovna. Iz ranijeg izlaganja videli smo da je lice označeno u menici kao trasat najčešće pozvano da akceptira menicu. Obično se pretpostavlja da je trasat na osnovu prethodnog dogovora sa trasantom prihvatio trasatov poziv da akceptira menicu. Međutim, treba istaći da trasat može da odbije takav trasantov poziv, pa čak i u slučaju da je od trasanta unapred primio pokriće u novcu ili robi. Bez obzira, znači na obaveze trasata prema trasantu, koje su prethodile pozivu na akcept, trasat nije menični dužnik sve dok ne akceptira menicu.

Što se tiče sadržine i forme akcepta, treba odmah istaći da trasat svoju izjavu "priznajem", "primam" (ili nekim drugim izrazom istog značenja), potpisuje na licu menice uspravno preko njenog teksta sa označenjem iznosa - to je tzv. pun akcept. Na blanko menicama i akcept se daje blanko, što znači da je trasat samo potpisuje i tako potpisanu daje remitentu (imaocu). Trasatu je dozvoljena mogućnost i delimičnog akcepta. U slučaju da trasat odbija da akceptira menicu ili akceptira samo deo meničnog iznosa, imalac menice treba da zaštiti svoje pravo i to podizanjem protesta zbog neakceptiranja. To praktično znači da takva menica dospeva za isplatu i pre roka dospelosti.

Menično jemstvo - Menično jemstvo (aval) je menično-pravna radnja kojom neko lice svojom izjavom na menici (potpisom) jemči za nekog od meničnih dužnika da će isplatiti označeni menični iznos u roku dospelosti.

Aval se daje na prednjoj strani menice rečima "kao jemac za... " ili "kao avalista jemčim za isplatu... ". Ukoliko avalista nije označio lice za koje da je aval, smatra se da jemči za trasanta. Prirodno bi bilo očekivati da se u ulozi avaliste pojavi pravno ili fizičko lice koje do tog momenta nije imalo nikakvih obaveza po datoj menici, ali zakonodavac daje mogućnost da i lice, koje je već dužnik po istoj menici može da potpiše izjavu o jemstvu. Izuzetno menicu ne može avalirati glavni menični dužnik: trasat-akceptant i izdavalac sopstvene menice.

Aval se može dati za ceo iznos označen u menici ili samo za deo onog iznosa na koji se već obavezalo lice za koje se daje aval (na primer, dati samo delimični aval za trasata-akceptanta koji je akceptirao menicu u punom ili delimičnom iznosu). Intervencija - Menična intervencija predstavlja posebnu vrstu menično-pravnog posla - radnju, a istovremeno ima elemente nezvanog vršenja tuđih poslova. Poslovna praksa, najpre, a zatim i pravo, usvojili su intervenciju kao menično - pravnu radnju kojom mogu da se izbegnu neke neželjene posledice neakceptiranja ili neisplate menice. Upravo, intervencija se sastoji u tome što bi bilo koje lice (intervenijent) ili akceptira ili isplaćuje označenu meničnu sumu umesto nekog od meničnih dužnika. Prema tome, kada intervenijent akceptira menicu, to je akceptiranje intervencijom, a kada se plaća, to je isplata intervencijom. Nije teško uočiti postojanje, dakle, intervencije zbog neakceptiranja i intervencije zbog neisplate, ali valja razlikovati, radi lakšeg plaćanja dejstva ove radnje i pozivnu od spontane intervencije.

Pozivna intervencija - Pozivna intervencija znači da je neki od regresnih dužnika (trasant ili koji od indosanata ili avalista), označio lice koje će akceptirati ili isplatiti menicu. Naravno, pod uslovom da je to odbio trasat, odnosno akceptant. Takva pozivna intervencija označava se klauzulom (stavljenoj na alonžu - dodatku, duplikatu ili kopiji menice) "po potrebi". Po ovome se već može pretpostaviti da pozivna intervencija ima osnovu u nekom ranijem sporazumu između intervenijenta i nekog od regresnih dužnika koji je uneo ovu klauzulu u menicu. Svakako da trasat-akceptant nije regresni dužnik pa se, prema tome, za njega i ne može intervenisati.

Spontana intervencija - Iako je i kod ove vrste intervencije moguće postojanje prethodnog sporazuma između intervenijenta i jednog od regresnih dužnika za koga se interveniše, ipak se ova intervencija naziva spontanom. U ovu menicu se ne unosi klauzula koja bi govorila o pozivu, a zatim data je mogućnost svakom trećem licu (pod ovim treba podrazumevati i trasanta ili bilo kog drugog od meničnih potpisnika, osim prirodno akceptanta) da akceptira ili plati menicu za ma koga od regresnih dužnika. Suštinska razlika između poziva i spontane intervencije ogledala bi se u tome što je imalac dužan, u slučaju neakceptiranja menice da pozove označenog intervenijenta. I, nasuprot ovome, imalac menice nije dužan da prihvati spontanu intervenciju i kada menica nije akceptirana, odnosno isplaćena.

Intervencija zbog neakceptiranja - Kad označeni trasat odbije da akceptira menicu (potpuno ili delimično), njen imalac odmah stiče pravo da je naplati od regresnih dužnika i to blagovremenom prezentacijom na akcept i podizanjem odgovarajućeg protesta. Da bi se sprečilo vršenje regresa pre dospelosti menice, uvedena je institucija intervencije (pozivna ili spontana). Kao što je ranije rečeno, nužno je da je izjava o intervenciji upisana u menično pismeno, i to uz naznačenje imena meničnog dužnika za koga se interveniše. Intervencija nije dozvoljena za

trasata. Isto tako, ne bi bilo dozvoljeno vršenje intervencije ni za trasanta niti indosante ukoliko su oni uneli u menično pismene klauzulu "bez obaveza".

Intervencija zbog neisplate menice - Način vršenja ove intervencije je isti kao kod neakceptiranja, a preduzima se u slučaju da glavni menični dužnik, potpuno ili delimično, odbije da isplati označenu meničnu sumu. Kada se izvrši isplata intervencijom (pozivnom ili spontanom), na menici mora da se potvrdi izmirenje duga i da se označi lice za koje je menični iznos plaćen (ako izostane označenje lica za koje je plaćeno, smatraće se da je plaćeno za trasanta). Prirodno, intervenijent tada ima pravo da zahteva da mu se preda menica (i protest ukoliko je podignut), jer isplatom on stiče pravo iz menice, čije je jedno od ovlašćenja da postupa protiv onog meničnog dužnika za koga je platio kao i protiv svih onih koji su ovome po menici obavezni. Ipak, prava intervenijenta su ograničena time što je ne može dalje indosirati.

Prenos menice - Prilikom izdavanja trasirane menice trasant može da označi ime korisnika, znači da je izda "na ime" ili, pak da unese u menični tekst, pored korisnikovog imena, i jedan od nebitnih sastojaka - klauzulu "po naredbi". Imalac menice i u jednom i u drugom slučaju može ovakvu menicu da prenese indosamentom na bilo koje drugo lice za razliku od menice poznate pod imenom "rekta menica". Naime, ukoliko izdavalac hartije ili indosant unese izraz "ne po naredbi" uz ime korisnika hartije, automatski se zabranjuje njeno dalje prenošenje. Ostaje jedina mogućnost da imalac takve hartije sa tzv. "rekta klauzulom", ukoliko želi da je prenese na neko drugo lice, ovo obavi ustupanjem potraživanja cesijom.

Prvo lice koje ovakvom klauzulom stiče pravo prenosa, po pravilu, je remitent. Prema tome, indosament je izjava imaoca menice kojom on prenosi svoja prava iz menice na neko drugo lice. Pošto se prvi indosament stavlja vertikalno na poleđini menice na kraju dela koji se nalazi suprotno od talona, to je naziv indosament nastao po nazivu mesta gde se označava prenos (naime, na italijanskom jeziku "in doso" znači "na poleđini"). Otuda naziv indosant nosi lice koje prenosi menicu, a indosatar lice na koje je preneta menica. Pošto indosiranjem menice prelaze sva prava sa indosanta na indosatara, te indosant ovom predajom postaje menični dužnik i odgovara samostalno i solidarno novom imaocu menice, najpre za akcept, a zatim i za isplatu menične sume sve do konačnog izmirenja duga. I indosament ima svoju formu i odgovarajući sadržaj. Pošto je postalo pravilo da se indosament ispisuje na poleđini menice (nekada i na "alonžu" - produžetku menice u obliku lista hartije veličine menice koji se lepi na menicu u slučaju da na poleđini menice nema više prostora za indosiranje), njegov sadržaj najčešće glasi: "platite NN-u" ili "platite NN-u ili po njegovoj naredbi".

Prirodno, indosant ovu izjavu svojeručno potpisuje. Takav indosament, s obzirom da sadrži ime indosatora i potpis indosanta, naziva se potpun indosament. Nasuprot potpunom indosamentu može biti blanko indosament. Pod blanko indosamentom treba podrazumevati takav prenos u kome nije označen indosatar

pa čak ni izjava indosanta, već samo njegov potpis. Jasno je da ovaj oblik indosamenta olakšava menični promet, jer omogućava imaoca menice da je dalje prenosi prostom predajom ili da je popuni svojim imenom ili imenom nekog trećeg lica. (Primetimo ovde da kod nekih hartija od vrednosti indosament može biti i na donosioca i on se razlikuje od punog i blanko indosamenta po tome što se umesto imena indosatora stavlja klauzula "donosiocu", te važi kao blanko indosament).

Indosament takođe, mora da bude bezuslovan i ne sme biti delimičan. Zakon o menici ističe i reguliše dejstvo tri vrste indosamenta: vlasnički, punomoćnički i založni indosament. Sva dosadašnja objašnjenja na temu indosiranja odnose se na vlasnički indosament kojim indosant postaje od poverioca, imaoca - menični dužnik, odgovoran novom poveriocu - indosataru i svim docnijim imaocima menice.

Vlasnički indosament dobio je takav naziv po tome što se njime prenosi ne samo pravo potraživanja označeno u menici, već i pravo svojine na menici. Punomoćnički indosament (prokura indosament) je takav prenos pomoću koga indosament prenosi menično-pravna ovlašćenja nekom licu kao svom punomoćniku. Znači, u ovom slučaju, indosatar nije nosilac prava svojine na menici, već za račun i u ime indosanta vrši određene menično-pravne radnje. Punomoćnički indosament ističe se svojom formom koja ga jasno razlikuje od vlasničkog indosamenta označenjem: "vrednost za isplatu", "vrednost u punomoćju", ili "vrednost za inkaso". I ovaj indosatar može dalje da prenosi menicu, ali samo kao prenos punomoćja.

Založni indosament je takva vrsta prenosa menice kojom indosament daje svome poveriocu - indosatoru menicu u zalog. Indosatar, znači, stiče založno pravo na menicu i on može tražiti isplatu o dospelosti. Imalac takve menice takođe može da je indosira, ali samo putem punomoćničkog indosamenta. Prezentacija menice na isplatu - Isplata označenog meničnog iznosa predstavlja, svakako prirodni završetak menično-pravnog posla. Zato imalac menice, vodeći računa o njenoj dospelosti, mora menicu da prezentira glavnom meničnom dužniku (akceptantu), kod sopstvene menice njenom izdavaocu, na dan prezentacije (menica po viđenju) odnosno na dan njene dospelosti, ili, najkasnije, jednog od dva dana po dospeću (ostale menice). Isto tako, menica se mora prezentirati na isplatu u mestu plaćanja, a ukoliko ono nije označeno, onda u mestu trasatovog prebivališta.

Međutim, neakceptirana trasirana menica, po kojoj je glavni dužnik trasant, prezentira se najpre na isplatu trasatu, bez obzira što je, eventualno, trasat svojevremeno odbio da je akceptira, zato što su u međuvremenu mogli trasat i trasant da obave neke od pravnih poslova kojima je obezbeđeno pokriće trasatu za meničnu isplatu. Domicilirana menica podnosi se na isplatu domicilijatu. Menica se mora isplatiti poslednjem indosataru u neprekinutom nizu indosamenata, odnosno remitentu, ako menica nije bila indosirana.

Imalac menice dužan je da se legitimiše glavnom meničnom dužniku prezentiranjem menice, na kojoj ovaj proverava neprekinuti niz indosamenata. Podnošenje menice na isplatu može da vrši i punomoćnik imaoca menice (punomoćnički indosament). Po pravilu, menična suma se isplaćuje u celini, ali imalac menice nema pravo da odbije ni delimičnu isplatu menice. Isplatom menice završava se meničnopravni posao i, da se ne bi ova hartija od vrednosti ponovo javila u prometu, dužnik je tada ovlašćen da zahteva da mu se preda menično pismeno sa naznačenjem da je isplata izvršena. Treba istaći da delimična isplata menice daje pravo meničnom poveriocu da podigne protest i da preduzima sudske mere samo za naplatu onog dela menične sume koju mu glavni dužnik nije platio.

Naplata menice - U ranijim izlaganjima isticano je više puta da menični potpisnici garantuju da će menica biti isplaćena u označenom roku. Međutim, ako zahtev za isplatu menice bude odbijen, a menica je blagovremeno prezentirana glavnom meničnom dužniku, imalac menice je dužan da preduzima određene mere radi njene naplate. U te mere spadaju: protest, notifikacija protesta, podnošenje menične tužbe i predloga za izdavanje meničnog platnog naloga, a ako je potrebno i podnošenje zahteva za prinudno rešenje.

Protest - Iz dosadašnjeg izlaganja proizilazi da se protest mora podići zbog neakceptiranja menice, ako trasat delimično ili potpuno odbije da akceptira menicu. Odmah posle protesta može da se vrši naplata. Izuzetno, imalac menice nije obavezan da podigne protest, ako je u menični tekst uneta klauzula "bez troškova" ili "bez protesta".

Protestom se naziva jedna isprava kojom sudski protestni organ potvrđuje da trasat, odnosno glavni menični dužnik (a to može biti akceptant, domicilijat, izdavalac sopstvene menice, akceptant intervenijent, adresat po potrebi) nije prihvatio da isplati prezentiranu menicu. Prema tome, imalac menice ili njegov punomoćnik obraća se u zakonom određenom roku nadležnom sudu u mestu plaćanja menice, podnoseći meničnu ispravu zajedno sa izjavom da je bezuspešno pokušao da izvrši naplatu menice. Sud se potom obraća meničnom dužniku sa zahtevom da isplati meničnu sumu. Ako ni na ovo traženje menični dužnik ne odgovori, sud će imaocu menice izdati posebnu protestnu ispravu zavedenu u protestni registar. Na taj način imalac menice zadržava pravo naplate prema ostalim meničnim dužnicima.

Protest predstavlja javnu ispravu koja služi kao dokaz da glavni menični dužnik nije isplatio menični iznos i služi imaocu menice kao sredstvo za ostvarivanje svojih regresnih prava. Međutim, ukoliko imalac menice ne podigne protest u zakonom određenom roku, gubi menična prava prema regresnim dužnicima (takva menica naziva se "prejudicirana menica").

Notifikacija - Pošto je podigao protest, imalac menice treba da izvrši notifikaciju, odnosno da dostavi poseban izveštaj regresnim dužnicima o tome da je njegovo obraćanje glavnom meničnom dužniku ostalo bez uspeha. Prema tome, notifikacija ili izveštaj o podizanju protesta se dostavlja i u slučaju neisplate me-

nice, kako bi regresni dužnici bili blagovremeno obavešteni o tome da će imalac menice preduzeti prema njima naplatu. Svakako, oni na taj način dobijaju mogućnost da sami dobrovoljno iskupe protestovanu menicu.

Propuštanjem dostavljanja izveštaja ne gube se menična prava prema regresnim dužnicima, ali takvo lice bi odgovaralo za eventualno nastalu štetu nekom od dužnika. Visina naknade za tako nastalu štetu ne može da bude veća od menične sume, što ipak govori o mogućim ozbiljnim posledicama neizvršavanja notifikacije.

Podnošenje menične tužbe - Protiv glavnih meničnih dužnika podiže se glavna menična tužba, a protiv regresnih dužnika regresna tužba. Menična tužba protiv glavnog meničnog dužnika - akceptanta, može se podići u roku od tri godine, računajući od menične dospelosti, a regresnu tužbu u roku od godine dana, računajući od blagovremeno podignutog protesta zbog neisplate. Uz meničnu tužbu podnosi se, pored menice, i menični protest u overenom prepisu. Kada na osnovu menične tužbe nadležni sud izda menični platni nalog kome tuženi nije prigovorio, organizacija - tužilac, po isteku roka od 15 dana od njegovog prijema, pribavlja po tome platnom nalogu klauzulu izvršnosti tj. konstataciju suda na samom meničnom platnom nalogu da se on može izvršiti. Takvo rešenje o dozvoli izvršenja sud dostavlja organizacionoj jedinici za platni promet kod koje dužnik ima svoj žiro-račun, na osnovu čega će naplaćene iznose banka dostaviti na žiro-račun imaoca menice.

U postupku za naplatu menice, međutim, mogu se isticati prigovori. Oni ne utiču na njenu pravnu sigurnost, jer se skraćenim meničnim postupkom donose odluke po prigovorima, tako da se onemogućava odugovlačenje naplate utuženog meničnog potraživanja. U praksi se mogu javiti prigovori koje može isticati svaki menični dužnik prema svakom imaocu menice (da nedostaje neki od bitnih sastojaka, da je menica amortizovana, da je prejudicirana ili da je menicu isplatio glavni dužnik) i prigovori koje samo određeni dužnik može isticati prema svakom imaocu menice. Takvi prigovori se odnose na primer, na to da na menici nema njegovog potpisa, da je njegov potpis na menici falsifikovan, da je lice koje je umesto njega popunilo menicu bilo bez punomoćja, da menični dužnik nije bio poslovno sposoban u vreme potpisivanja menice, da se radi o rekta menici i dr.

Zastarelost - S obzirom na brzinu i neophodnu sigurnost kojom se obavlja menični promet, kod menično-pravnih poslova postoje posebni rokovi zastarelosti potraživanja, inače znatno kraći nego kod ugovora u robnom i platnom prometu. Za različite kategorije dužnika obaveze zastarevaju u raznim rokovima:

1. Protiv glavnog meničnog dužnika menično-pravni zahtevi, videli smo, zastarevaju za tri godine. Ukoliko, na primer, menica dospeva po viđenju, onda prirodno, rok zastarelosti počinje da teče ne kasnije od prvog narednog dana po isteku jedne godine od njenog izdanja (trasant, međutim, može ovaj rok od godinu dana da skrati ili produži što svakako bitno utiče na pomeranje početka toka zastarevanja.

2. Protiv indosanta i trasanta zahtevi imaoca menice zastarevaju za godinu dana. U ovom slučaju rok od godinu dana računa se "od dana blagovremeno podignutog protesta", a ako se u menici nalazi odredba "bez troškova", onda "od dospelosti". Nasuprot zastarelosti gasi se pravo imaoca menice na zahtev protiv svih regresnih dužnika.

3. Zahtev regresnih dužnika jednih protiv drugih - zastarevaju za šest meseci. Ovo pravilo odnosi se, na primer, na indostanta koji je iskupio menicu pa je time stekao pravo da zahteva od onih koji njemu odgovaraju da isplate iznos već plaćen prilikom iskupljivanja menice. Početak roka zastarelosti od šest meseci vezuje se za momenat iskupljenja menice, jer od tog trenutka indosant može podići regresnu tužbu protiv njemu odgovornih indosanata ili njihovih avalista, zatim trasanta i njegovog avaliste ili akceptanta

4. intervenienta. Ako, dakle, indosant to ne učini u roku od šest meseci, onda se njegovo pravo regresa gasi prema ovim licima.

14.5.2. Ček

Ček je pismeno na osnovu koga jedno lice - trasant daje nalog trasatu (banci) kod koje on ima raspoloživa sredstva da plati po viđenju određenu sumu označenom korisniku ili nekom drugom prema remitentovoj naredbi, ili jednostavno, donosiocu. Kao i menica, ček je strogo formalna hartija od vrednosti koja mora da sadrži Zakonom određene sastojke. Ali, za razliku od menice, ček ima šest obaveznih sastojaka: označenje da je pismena isprava ček napisana u samom njenom slogu i to na onom jeziku na kome je to pismo sastavljeno; bezuslovni uput da se isplati iz trasantovih raspoloživih sredstava određena suma novca; ime onoga koji treba da plati (trasata); označenje mesta gde treba izvršiti plaćanje; označenje datuma i mesta gde je i kada ček izdat i potpis onoga koji je izdao ček - trasanta.

Nije teško uočiti neke od karakteristika po kojima se označeni bitni sastojci čeka razlikuju od odgovarajućih sastojaka menice. Tako, na primer, ček se ne sme izdavati bez pokrića. Istina, tako izdat ček ne gubi važnost, ali njegov izdavalac je krivično odgovoran i dužan da imaocu nadoknadi pretrpljenu štetu.

Prema našem Zakonu o čeku trasiranje čeka vrši se isključivo na banku kod koje se, po prirodi stvari, i inače deponuju novčana sredstva. Zatim ček se plaća po viđenju, što znači da označenje dospelosti ne predstavlja bitan sastojak čeka. Ako bi, prema tome, dospelost bila drukčije označena, takva isprava izgubila bi pravno dejstvo čeka. Ni označenje remitenta ne predstavlja bitan sastojak čeka. To dolazi otuda što se ček može izdati i na donosioca, ali trasant može, prirodno, izdati ček na ime ili po naredbi, a može ga trasirati i na svoje ime ili po svojoj naredbi.

Ni bitni sastojci, kao što su mesto plaćanja i mesto izdanja čeka ne moraju da budu izričito označeni, naravno samo ako se daju izvesti iz sadržine čeka. To znači, ako nije označeno mesto plaćanja, važiće kao mesto plaćanja ono mesto

koje je označeno pored imena trasata, a ček u kome nije označeno mesto izdanja, smatraće se da je izdat u mestu koje je označeno pored imena trasanta.

Pored navedenih bitnih sastojaka u ček se mogu uneti i klauzule kao, na primer, klauzula o izveštaju ili bez izveštaja, klauzula bez troškova (bez protesta) i klauzula o moneti (unosi se u ček kada se radi o međunarodnom prometu).

S obzirom na prirodu i specifičnost čeka broj čekovno-pravnih poslova je nešto manji nego kod menice: izdavanje čeka, prenos (indosament), aval, prezentacija, isplata, opoziv i regres čeka.

Izdavanje, prenos i aval čeka - Izdavanje čeka je veoma slično izdavanju menice, samo što trasant, izdavalac čeka mora u trenutku izdavanja ovog pisma da ima odgovarajuće pokriće kod trasata, banke. Ovo pokriće, pored toga mora da je u novcu ili novčanom potraživanju, a ne u robi ili hartijama od vrednosti.

Popunjavanje čeka stavljanjem trasantovog potpisa, kao i predajom čeka remitentu, smatra se da je ček izdat. Sadržaj čeka može se ispisati i mašinom, ali potpis mora da je izvršen mastilom i svojeručno (ako je izdavalac čeka pravno lice onda uz potpis ovlašćenog lica mora da stavi i pečat preduzeća).

Ček na ime ili po naredbi prenosi se indosamentom, ukoliko nije u njega uneta rekta-klauzula; ček na donosioca jednostavnom predajom ove hartije od vrednosti iz ruke u ruku, a rekta-ček prenosi se putem građansko-pravnog ustupanja (cesije). Pravila o indosiranju menice odnose se i na prenos čeka - sa izuzetkom što kod čeka postoji samo vlasnički i punomoćnički indosament.

Davanjem jemstva (avala) obezbeđuje se isplata celog ili delimičnog iznosa označenog u čeku. Avalista može biti svako lice, osim trasata, a ako nije označeno za koga je dato jemstvo, onda će se smatrati da je dato za trasanta. Obaveza avaliste je solidarna i odnosi se samo na onaj iznos na koji je avalista dao jemstvo.

Prezentacija na isplatu i isptata čeka - Prezentacija čeka na isplatu je takva čekovna radnja koja obavezuje imaoca čeka da prilikom zahteva za isplatu podnese (prezentira) ček trasantu u mestu plaćanja čeka. Rok za prezentaciju čeka kreće se od 8 do 70 dana, zavisno od udaljenosti mesta izdanja i mesta plaćanja. Momentom izdanja čeka počinje da teče rok za njegovu prezentaciju.

Ček plativ u našoj zemlji mora da se podnese trasatu na isplatu u sledećim rokovima: u roku od osam dana ako je mesto izdanja čeka i mesto plaćanja jedno isto mesto u našoj zemlji; u roku od 15 dana, ako su mesto izdanja i plaćanja različita, a oba su u našoj zemlji; u roku od dvadeset dana, ako je ček plativ u zemlji izdat u kojoj od evropskih zemalja; ako je ček izdat u nekoj zemlji izvan Evrope, i to na obalama Sredozemnog ili Crnog mora, uključujući i ostrva u njima, onda je rok za prezentaciju u našoj zemlji četrdeset dana od momenta izdanja; najzad, u roku od 70 dana od izdanja čeka, ček se mora prezentirati radi isplate u našoj zemlji, ako je izdat u kojoj drugoj zemlji izvan Evrope (neki čekovi se izuzimaju od ovih rokova o čemu će biti više reči u poglavlju koje obrađuje vrste čekova).

Nepoštovanje utvrđenih rokova za prezentaciju čeka povlači odgovarajuće posledice. Tako, na primer, imalac čeka gubi svoja regresna prava prema svim regresnim dužnicima izuzev prema trasantu. Trasant, naime, ostaje u obavezi sve do nastupanja zastarelosti čeka.

Isplata čeka je čekovno-pravna radnja kojom trasant, na osnovu blagovremene prezentacije čeka i provere podnosioca kao zakonskog imaoca čeka, vrši isplatu označene sume.

Proveravanje podnosioca čeka ima poseban značaj, jer se polazi od toga da zakoniti imalac čeka zasniva svoje pravo na neprekinutom nizu indosamenata (izuzetak je, svakako, kod čeka koji glasi na donosioca). Ako na poleđini čeka na ime ili po naredbi nema upisanih indosamenata, trasat je dužan da se uveri da li je podnosilac čeka identičan sa remitentom, licem na čije ime ili po čijoj naredbi je ček izdat. Kod čeka na donosioca nema svih onih oblika proveravanja i trasat može isplatiti označenu sumu svakom licu koje prezentira takav ček.

Isplatom čeka u celosti od strane trasata gase se obaveze indosanata i trasanta. Zato trasat ima pravo da zahteva od imaoca čeka da mu ovaj na samom čeku potvrdi da je izvršena isplata.

Opoziv čeka - Opoziv čeka je čekovno-pravna radnja kojom trasant zabranjuje trasatu da po određenom čeku izvrši isplatu iz njegovog pokrića. Opoziv čeka se može učiniti: protekom roka za prezentaciju čeka na isplatu, ali i pre proteka roka za prezentaciju čeka na ime ili po naredbi, pod uslovom da je opoziv stigao trasatu pre nego što je ovaj izvršio isplatu čeka. Trasant vrši opoziv obično u pismenoj formi.

Regres zbog neisplate - Regres zbog neisplate vrši imalac čeka, u slučaju trasatovog odbijanja da plati iznos označen u čeku, protiv trasanta, avaliste i svojih prethodnika (eventualnih indosanata) radi naplate čekovnog potraživanja.

Da bi imalac čeka mogao da ostvari svoje regresno pravo potrebno je da u zakonskom roku podnese ček na isplatu i da u slučaju potpunog ili delimičnog odbijanja isplate od strane trasata podigne protest zbog neisplate. Redovan način protesta može se zameniti potpisanom izjavom trasata na čeku kojom odbija da izvrši isplatu čeka uz stavljanje datuma kad je ček bio prezentiran radi isplate. Ovakva izjava se mora u toku protestnog roka, po zahtevu imaoca čeka, uneti u protestni registar što se mora od strane protestnog organa - suda potvrditi na čeku ili njegovom alonžu.

Regresni zahtev imaoca čeka prema trasantu i indosantima zastareva za šest meseci od momenta koji obeležava protek roka za prezentaciju čeka radi isplate. Takođe, i regresni zahtevi indosanata jednih protiv drugih ili protiv trasanta zastarevaju za šest meseci. To znači da će po proteku šest meseci od momenta kada je indosant iskupio ček, ili je protiv njega podignuta tužba, nastupiti zastarelost regresnih zahteva.

Prema načinu određivanja nosilaca prava, čekovi se dele na ček na ime, ček po naredbi i ček na donosioca. Prema obliku i nameni treba razlikovati:

- ***Barirani ček*** je dobio naziv po precrtaju dvema paralelnim linijama dijagonalno povučenim iz uglova čeka. Precrtaj može biti opšti ili poseban.

Barirani ček sa opštim precrtanjem raspoznaje se po paralelnim linijama između kojih nije ništa naznačeno, ili je samo stavljena oznaka "preko banke". Imalac ovakvog čeka može naplatiti označeni iznos od trasata preko ma koje banke (koja u tom slučaju vrši ulogu posrednika),

Barirani ček sa posebnim precrtajem raspoznaje se po paralelnim linijama između kojih je označeno ime banke, preko koje se može izvršiti naplata čeka. Znači, ovaj ček može njegov imalac naplatiti samo preko tako označene banke. Precrtavanje čeka može izvršiti trasant ili imalac čeka, s tim što se opšti precrtaj može uvek pretvoriti u posebni. Nasuprot ovome, nije dozvoljeno pretvaranje posebnog u opšti precrtaj.

Barirani ček (sa opštim ili posebnim precrtajem) trasat ne isplaćuje u gotovom novcu imaoca čeka, već ga dostavlja onoj banci koja se javlja kao posrednik za naplatu i koja taj iznos stavlja na raspolaganje imaocu čeka preko njegovog žiro-računa.

- ***Isplatni ili gotovinski*** ček je novčani instrument kojim imalac računa daje nalog trasatu da čekovnu sumu isplati u gotovom iznosu imaocu čeka ili po njegovoj naredbi. Ovi čekovi koriste se najčešće za isplatu ličnih dohodaka.

- ***Virmanski (obračunski) ček*** na prednjoj strani nosi oznaku "samo za obračun". Ovom klauzulom zabranjuje se isplata u gotovom novcu i ček služi samo za obračun. To znači da obračunski ček predstavlja neku vrstu naloga na osnovu koga banka, kao trasat, smanjuje za iznos čeka tekući račun izdavaoca čeka, a povećava tekući račun korisnika (remitenta). Oznaku na čeku "samo za obračun" ili drugi izraz koji to isto znači, može staviti trasant i svaki imalac čeka. Virmanski ček se najčešće upotrebljava u robnom prometu između preduzeća i lako se raspoznaje po svojoj crvenoj boji.

- ***Cirkularni ček*** izdaje banka korisniku koji od nje ima pokriće, ovlašćujući ga da isplatu čeka može tražiti od bilo koje njene poslovne jedinice ili banke korespondenta. Ovom vrstom čeka se uveliko olakšava plaćanje i otklanja upotreba gotovog novca. Cirkularni čekovi imaju duži rok važenja: oni važe šest meseci, računajući od dana izdanja. U našoj zemlji službu po cirkularnim čekovima vrši Narodna banka Srbije.

- ***Akreditivni ček*** se upotrebljava kod nas pri otkupu poljoprivrednih proizvoda od proizvođača. Kod ovakvog čeka trasant je preduzeće koje se bavi otkupom poljoprivrednih proizvoda, trasant je Narodna banka Srbije, a korisnik (remitent) je onaj proizvođač koji na ime cene za prodate proizvode dobija ovaj ček na odgovarajući iznos. Korisnik može dobijene čekove naplatiti u gotovu kod svih poslovnih jedinica Narodne banke Srbije i na svakoj pošti. Osim toga, on može ove čekove koristiti za kupovinu industrijske robe, za plaćanje poreza itd. Akreditivni ček važi tri meseca računajući od dana izdanja. On glasi na okrugle,

unapred na čeku odštampane iznose. Ovakav ček glasi na ime određenog lica (proizvođača).

- **Putnički ček** izdaje se obično u korist putnika, turista, trgovca i drugih. Kod nas ove čekove izdaje Narodna banka Srbije i to na okrugle iznose i prodaje ih korisnicima, preko svojih korespondenata u inostranstvu. Oni se mogu upotrebili za plaćanje saobraćajnih i drugih usluga, taksa, poreza i drugih dažbina.

Ovi čekovi se mogu naplatiti i u gotovom novcu u svakoj menjačnici ili pošti. Putnički čekovi važe tri meseca računajući od dana kada kupac kao trasant stavi datum i mesto izdavanja čeka.

- **Ček banke za tekuće račune građana** predstavlja međubankarskim sporazumom jedinstveni instrument plaćanja u obliku tzv. rekta čeka uz sva prava i obaveze koje proističu iz odredaba Zakona o čeku. Čekovne blankete izdaje banka vlasnicima tekućih računa odmah posle prvog prispeća sredstava na račun bančinog klijenta i to u količini koja zavisi, po pravilu, od visine stalnog mesečnog priliva sredstava, zatim od poverenja banke prema vlasniku tekućeg računa, od potreba vlasnika računa za većim brojem blanketa, s obzirom na duži boravak u mestu van sedišta banke i sl.

Ček banke za tekuće račune građana spada u posebnu vrstu čekova poznatih pod nazivom - limitirani. Ovaj naziv potiče otuda što je kod nekih čekova unapred štampan iznos na koji ček glasi ili taj iznos do izvesne sume može trasat sam da označi, znači, do nekog unapred utvrđenog limita. U slučaju potrebe za plaćanjem veće sume, prirodno, izdavalac će morati da upotrebi dva ili više čekova.

Čekovni blanket se sastoji iz talona i čeka.

Talon mora da zadrži trasant u svojoj čekovnoj knjižici radi svoje evidencije o izdatim čekovima i trebalo bi da ga čuva najmanje šest meseci. Svakako da takvo upozorenje ima svoj značaj naročito za slučaj gubitka nekog čeka kada se na osnovu eventualne reklamacije, mora da izvrši rekonstrukcija podataka. Talon u takvim slučajevima može da predstavlja, ako ne materijalni dokaz o izdatom čeku, a ono ozbiljan indikator o izvršenoj obavezi plaćanja.

Sam ček predstavlja hartiju od vrednosti koju trasant čitko ispisuje (bez precrtavanja, brisanja ili dodavanja) i potpisanu predaje korisniku čeka (remitentu).

14.6. Ostale hartije od vrednosti

Obveznica - Obveznice predstavljaju zamenljive i veoma lako prenosive hartije od vrednost pomoću kojih njihov emitent (lice koje emituje obveznice) pozajmljuje određena novčana sredstva obavezujući se imaocu obveznice (licu koje je dalo novčana sredstva na zajam, znači, poveriocu) da mu isplati o utvrđenom roku nominalnu vrednost obveznice uz redovnu isplatu unapred utvrđene kamate.

Naše zakonodavstvo je odredilo pojam obveznice kao pismene isprave kojom se njen izdavalac obavezuje da će licu označenom u obveznici ili po njegovoj naredbi, odnosno donosiocu, isplatiti određenog dana iznos naveden u obveznici, odnosno iznos anuitetskog kupona.

Zahvaljujući ovako jednostavnom određenju pojma ove značajne hartije od vrednosti, moguće je uočiti nekoliko njenih najznačajnijih svojstava: obveznica je "pismena isprava", kao uostalom i sve druge hartije od vrednosti, što upućuje na zaključak o prisustvu već poznatog načela formaliteta; pomenuto načelo formaliteta upotpunjuje i činjenica da obveznica mora već kao pismena isprava da sadrži neke unapred određene sastojke; da obveznica u prvi plan ističe tražbeno pravo njenog imaoca prema izdavaocu ove hartije od vrednosti i to u obliku isplate nominalnog iznosa, odnosno iznos anuitetskog kupona; da obveznica može da glasi na ime ili donosioca što, očigledno, ističe njenu laku prenosivost; da kod ove hartije od vrednosti u punoj meri dolazi do izražaja načelo inkorporiranosti.

Pod zakonskom pismenom formom treba podrazumevati obavezu izdavaoca obveznice da ovu hartiju od vrednosti emituje u pismenom obliku na odgovarajućem obrascu uz označenje bitnih sastojaka.

Blagajnički zapis - Blagajnički zapis je kratkoročna hartija od vrednosti koja glasi na određeni novčani iznos, sa određenim rokom dospeća i određenom kamatnom stopom. To su kratkoročne hartije od vrednosti, koje se izdaju kad izdavalac ima potrebe za kratkoročnim sredstvima radi obezbeđenja svoje likvidnosti. S druge strane, pošto se kao izdavalac ovih hartija od vrednosti pojavljuju samo banke i druge finansijske organizacije, to njihovo izdavanje ima za svrhu da reguliše i količinu efektive (gotovog novca) u opticaju. Blagajnički zapis, kao i komercijalni zapis, predstavlja kratkoročnu hartiju od vrednosti, ali se od ovog razlikuje prvenstveno po tome što je rezervisan za izdavanje od strane banaka i drugih finansijskih organizacija.

Novčani iznos na koji glasi blagajnički zapis izražava se u zaokruženim apoenima uz naznaku visine kamatne stope. Može da se izdaje na ime ili na donosioca čime je dovoljno naglašena cirkulaciona sposobnost ovog vrednosnog papira.

Pored oznake novčanog iznosa i visine kamatne stope, blagajnički zapis mora da sadrži i sledeće bitne sastojke: označenje da je blagajnički zapis; firmu, odnosno naziv i sedište izdavaoca blagajničkog zapisa; firmu, odnosno naziv i sedište upisnika blagajničkog zapisa, odnosno označenje da blagajnički zapis glasi na donosioca; rok otplaćivanja glavnice i kamate; mesto i datum izdavanja i serijski broj blagajničkog zapisa; prava imaoca blagajničkog zapisa i faksimil potpisa ovlašćenih lica izdavaoca blagajničkog zapisa.

Komercijalni zapis - Komercijalni zapisi predstavljaju sredstvo kreditiranja. Kao i blagajnički zapis to je kratkoročno kreditno sredstvo kod koga je rok dospeća do jedne godine. I komercijalni zapisi po svojoj pravnoj prirodi spadaju u

hartije od vrednosti i mogu glasiti na ime (kada se prenose indosamentom) ili na donosioca (prenos tradicijom).

Za razliku od blagajničkih zapisa, komercijalne zapise mogu izdavati preduzeća, zadruge i druga pravna lica.

Osim na novine, komercijalni zapis može glasiti i na robu, a može biti i mešovit.

Komercijalni zapis sadrži sledeće osnovne elemente: oznaku da je komercijalni zapis; firmu, odnosno naziv i sedište izdavaoca; novčani iznos na koji komercijalni zapis glasi; visinu kamatne stope, ako je plaćanje kamate predviđeno (jer umesto kamate mogu biti predviđene druge pogodnosti - pogodnosti u kupovini proizvoda i korišćenju usluga izdavaoca i slično); mesto i datum izdavanja komercijalnog zapisa; serijski broj sa kontrolnim brojem; faksimil potpisa ovlašćenih lica izdavaoca komercijalnog zapisa.

Državni zapis - Državni zapis je kratkoročna hartija od vrednosti koja se emituje radi prikupljanja novčanih sredstava za premošćavanje vremenske neusklađenosti između priticanja prihoda i izvršavanja rashoda budžeta republika članica, a obaveze po njima dospevaju za naplatu najkasnije do kraja budžetske godine. Državni zapis može emitovati država članica.

Državni zapis sadrži iste elemente kao i komercijalni i blagajnički zapis.

Certifikat o depozitu - Certifikat o depozitu predstavlja kreditno sredstvo koje se svrstava u klauzulne hartije od vrednosti jer je osnov za njegovo izdavanje ugovor o bankarskom oročenom depozitu. To je isprava o deponovanim sredstvima kod banke ili druge finansijske organizacije sa rokom vraćanja dužim od godine dana. Za razliku od potvrde o deponovanim sredstvima, koja predstavlja po svojoj pravnoj prirodi legitimacioni papir, certifikat je po svojoj pravnoj prirodi hartija od vrednosti. Po pravilu certifikat se izdaje kad su u pitanju veći novčani iznosi deponovanih sredstava ili veća vrednost deponovanih hartija od vrednosti, budući da zakonitom imaocu omogućuje upotrebu ove isprave u svrhe za koje se mogu upotrebljavati sve hartije od vrednosti.

Certifikat može da glasi na ime, u kom slučaju se prenosi indosamentom (izuzev ako na njemu nije izričito naznačeno da se ne može prenositi), ili na donosioca, u kom slučaju se prenosi tradicijom. Certifikat sadrži sledeće osnovne elemente: oznaku da je certifikat o deponovanim sredstvima kod banke; firmu, odnosno naziv i sedište izdavaoca certifikata, firmu, odnosno naziv korisnika certifikata, odnosno oznaku da glasi na donosioca, iznos na koji certifikat glasi, rok na koji su sredstva deponovana; visinu kamatne stope; način obračuna i isplate kamate; datum i mesto izdavanja certifikata; serijski broj sa kontrolnim brojem, prava imaoca certifikata, faksimil potpisa ovlašćenih lica izdavaoca certifikata.

Skladišnica - To je hartija od vrednosti po naredbi kojom javno skladište potvrđuje da je primilo od deponenta na čuvanje stvari označene u skladišnici, i

obavezuje se da će te stvari predati licu koje se bude legitimisalo kao zakoniti imalac skladišnice.

Skladišnica se sastoji iz dva dela: priznanice i založnice (varanta). Oba dela skladišnice mogu se prenositi zajedno ili odvojeno. Ako je na neko lice preneta samo priznanica, ono je postalo vlasnik stvari koja je označena u priznanici prenosom založnice bez priznanice konstituiše se založno pravo na uskladištenoj stvari u korist sticaoca založnice. Ako potraživanje koje je obezbeđeno založnicom ne bude podmireno o dospelosti, imalac založnice mora podići protest. Za protest važe pravila meničnog prava. Posle toga, imalac založnice može u roku od osam dana zatražiti od skladištara da proda stvar na koju se odnosi založnica. Kad skladištar proda stvar, on će iz ostvarene cene pokriti troškove prodaje i podmiriti svoja potraživanja iz ugovora o uskladištenju, a višak će predati imaocu priznanice.

Teretnica ili konosman - To je hartija od vrednosti koju izdaje pomorski brodar, kojom potvrđuje da je primio na prevoz teret koji je u toj ispravi naznačen, i obavezuje se da će taj teret po obavljenom prevozu predati zakonitom imaocu teretnice. Teretnicom se uređuju pravni odnosi između brodara i primaoca tereta, nezavisno od ugovora o prevozu.

Teretnica je stvarnopravna hartija od vrednosti. Ona na simbolični način predstavlja teret. Prenosom teretnice prenosi se pravo svojine na teretu na koji se teretnica odnosi. Najčešće se koriste teretnice po naredbi, koje se prenose indosamentom.

Postoji podela na "čiste" i na "nečiste" teretnice. Čistim se nazivaju one teretnice koje ne sadrže nikakve primedbe brodara u pogledu tereta koji je primio na prevoz. Nečiste teretnice su one u koje je brodar uneo primedbe u pogledu svojstava ili količine tereta (na primer, kad su u pitanju gvozdene šipke, primedba "teret zarđao"). U odnosu prema savesnom primaocu tereta koji je to svojstvo stekao prenosom teretnice, čista teretnica stvara pretpostavku da je brodar primio teret na prevoz u ispravnom stanju. Kad je u pitanju nečista teretnica, brodar ne odgovara za one mane tereta koje su naznačene u teretnici. U poslovima prodaje robe uz simboličnu isporuku prenosom teretnice, prodavac je po pravilu dužan da kupcu preda čistu teretnicu. Ako se plaćanje robe vrši putem dokumentarnog akreditiva, banka će odbiti da prihvati nečistu teretnicu, osim kad nalog za otvaranje akreditiva to izričito dozvoljava.

Akcija - Akcija (ili deonica) je hartija od vrednosti koja održava udeo njenog zakonitog imaoca (akcionara) u osnovnom kapitalu akcionarskog društva. Akcija može postojati i u vidu elektronskog zapisa u knjizi akcionara (tzv. dematerijalizovane akcije).

Izdavanjem akcija pribavljaju se sredstva potrebna za osnivanje akcionarskog društva ili za povećanje osnovnog kapitala postojećeg akcionarskog društva.

Izvor našeg prava o akcijama jesu Zakon o privrednim društvima i Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata.

Pismena isprava koja predstavlja akciju sastoji se iz dva dela: plašta akcije i kupona za naplatu dividende. Plašt akcije mora da sadrži oznaku da je u pitanju akcija, poslovno ime i sedište emitenta, oznaku broja i serije akcije, oznaku poslovnog imena odnosno ličnog imena lica na koje glasi akcija (ukoliko je u pitanju akcija koja glasi na ime), ukupni iznos kapitala na koji se izdaju akcije, broj izdatih akcija, mesto i datum izdavanja akcije, izvod iz odluke o izdavanju akcije u pogledu prava akcionara, faksimil potpisa ovlašćenog lica akcionarskog društva. Kuponi za naplatu dividende sadrže pored označenja emitenta, broj i seriju akcije na koju se odnosi, i redni broj kupona da bi se moglo pratiti na koju se poslovnu godinu dividenda odnosi.

Akcija može da sadrži označenje nominalne vrednosti. Ali, obične akcije ne moraju da sadrže označenje nominalne vrednosti, i tada se odnose na računovodstvenu vrednost imovine društva,

Prema tome kako je određeno na koga glasi akcija, postoje akcije na ime. Zakon o privrednim društvima određuje da akcionarsko društvo ne može izdavati akcije na donosioca, ali se ta zabrana, zbog njihovog emitovanja, može odnositi samo na akcije u vidu elektronskog zapisa. Naši propisi ne omogućavaju izdavanje akcija po naredbi, jer se akcije na ime prenose indosamentom. Da li će društvo izdati akcije na ime ili akcije na donosioca određuje se aktom o osnivanju društva, odnosno odlukom o izdavanju akcija sledećih emisija. Postoje i tzv. mešovite akcije. To su akcije koje glase na ime, ali kuponi za naplatu dividende glase na donosioca.

Postoje redovne akcije i prioritetne akcije. Obična ili redovna akcija je takva akcija koja akcionaru daje pravo na dividendu, pravo na glasanje u skupštini društva, pravo preče kupovine akcija narednih emisija i pravo na učešće u imovini društva ako društvo prestane da postoji. Akcionarsko društvo mora imati bar jednu običnu akciju. Prioritetne ili povlašćene akcije daju imaocu pravo prvenstva prilikom isplate dividende. Imaocima redovnih akcija biće isplaćena dividenda iz dela dobiti akcionarskog društva koji preostane nakon što su isplaćene dividende imaocima prioritetnih akcija. Prioritetne akcije mogu biti kumulativne i participativne. Kumulativne akcije su takve prioritetne akcije čiji imaoci imaju pravo da u slučaju kad akcionarsko društvo u jednoj godini nije ostvarilo dobit za isplatu zagarantovane dividende, razliku naplate iz dobiti ostvarene u narednoj ili u narednim godinama. A participativne akcije su takve prioritetne akcije koje imaocu daju pravo ne samo na zagarantovanu dividendu, nego i pravo da učestvuju u raspodeli preostale dobiti društva, na isti način kao i imaoci redovnih akcija.

Postoji i podela na akcije sa pravom glasa i na akcije bez prava glasa. Akcije bez prava glasa ne daju imaocima pravo da glasaju na sednici skupštine akcionarskog društva. To su najčešće prioritetne akcije, za koje je prilikom emisije objavljeno da ne daju pravo glasa. Ako prioritetne dividenda nije isplaćena u roku od dve godine, imaoci takvih akcija imaju pravo glasa dok im se dividenda ne

isplati. Nominalna vrednost akcija bez prava glasa ne može biti veća od 49% osnovnog kapitala akcionarskog društva.

Mogu da postoje i odobrene akcije. To su akcije koje za razliku od izdatih akcija (emitovanih akcija) nisu izdate nego društvo zadržava pravo da ih izda. Zakon izričito definiše odobrene akcije kao neizdate akcije. Društvo ne mora imate odobrene akcije. Broj odobrenih akcija može biti određen osnivačkim aktom akcionarskog društva. Tim aktom se određuje da li su u pitanju obične (redovne) akcije ili preferencijalne (prioritetne) akcije. Ukupan broj odobrenih akcija ne može biti veći od 50% od broja izdatih običnih akcija u vreme kada je taj broj određen osnivačkim aktom društva. Odobrene akcije mogu kasnije biti uvedene izmenom ili dopunom osnivačkog akta akcionarskog društva. Ako osnivački akt akcionarskog društva predviđa odobrene akcije, upisani osnovni kapital društva ne može biti niži od iznosa koji je određen zakonom (u zavisnosti od toga da li je u pitanju otvoreno ili zatvoreno akcionarsko društvo). Odluku o emitovanju odobrenih akcija donosi skupština akcionarskog društva. Osnivačkim aktom društva može biti određeno da upravni odbor ima pravo da odluči o emitovanju odobrenih akcija, s tim što se to ovlašćenje ne može dati upravnom odboru za period duži od pet godina od utvrđivanja broja odobrenih akcija u osnivačkom aktu društvu, uz mogućnost produženja tog roka. Skupština odnosno upravni odbor doneće odluku o emitovanju odobrenih akcija prema ukazanoj potrebi, na primer ako su društvu potrebna dodatna sredstva. U tom smislu se može reći da su odobrene akcije rezervne akcije ili rezervni kapital društva. Ulozi za odobrene akcije mogu biti novčani ili nenovčani, u skladu sa odlukom o emitovanju odobrenih akcija.

Finansijski derivati - To su poslovi u vezi sa hartijama od vrednosti koji su izvedeni iz hartija na koje se derivati odnose. Promet finansijskih derivata vrši se na berzama. Finansijski derivati su finansijski terminski ugovor i opcijski ugovor.

Finansijski terminski ugovor ima za predmet isporuku robe, zlata, deviza ili hartija od vrednosti, koja će se obaviti određenog dana u budućnosti po ceni koja je određena prilikom zaključenja ugovora. U ovu grupu poslova spadaju fjučers ugovori i svop ugovori. Fjučers ugovor je prenosiv ugovor o prodaji standardizovane količine tržišnog materijala. Ako cena predmeta ugovora raste, povećava se i cena iz fjučers ugovora, i obrnuto. Postoje i fjučers ugovori bez isporuke predmeta ugovora, kojima se ugovorne strane obavezuju da na dan utvrđen ugovorom obračunaju razliku između ugovorene cene i cene na taj dan. Prodavac nije obavezan da na taj dan isporuči predmet ugovora. Svop terminski ugovor je ugovor o istovremenoj promptnoj kupovini i terminskoj prodaji, najčešće deviza. Promptna kupovina jedne valute za drugu i terminska prodaja te iste valute za tu drugu valutu vrši se po istoj ceni.

Opcijski ugovor je takav ugovor kojim jedna ugovorpa strana stiče pravo, ali ne i obavezu, da kupi odnosno da proda predmet opcije u određenom periodu. S obzirom na to pravi se podela na kupovni opcijski ugovor i na prodajni opcijski

ugovor. Cena koja je ugovorena važi za ceo ugovoreni rok. Kupac opcije nije obavezan da iskoristi pravo da kupi predmet opcije, odnosno prodavac da proda predmet opcije. Ako kupac odnosno prodavac ne iskoristi opciju u ugovorenom roku, gubi premiju koja ostaje drugoj ugovornoj strani.

14.7. Izdavanje i tržište hartija od vrednosti u Republici Srbiji

U Republici Srbiji donet je Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata. Zakonom su regulisana pitanja izdavanja i trgovanja hartijama od vrednosti na organizovanom tržištu hartija od vrednosti, kao i niz drugih pitanja u vezi sa tim, o čemu se govori u narednim izlaganjima. Odredbama tog Zakona određene su osnovne vrste hartija od vrednosti koje mogu biti predmet javne ponude na organizovanom tržištu. To su: akcije; dužničke hartije od vrednosti; varanti i depozitne potvrde.

Akcije imaju poseban značaj i ulogu među hartijama od vrednosti. Akcija je hartija od vrednosti koja glasi na deo osnovnog kapitala akcionarskog društva. Kao hartije od vrednosti akcije predstavljaju jedno od osnovnih obeležja i specifičnosti akcionarskih društava, koja spadaju u najvažnije subjekte privrednog poslovanja, Prema tome, akcija je pojmovno nerazdvojno povezana sa akcionarskim društvom. Ovo društvo pribavlja sredstva za svoje osnivanje i poslovanje izdavanjem i prodajom određenog broja akcija. U vezi s tim, osnivači akcionarskog društva utvrđuju ukupan iznos sredstava potrebnih za navedene namene. Taj iznos je osnovni kapital akcionarskog društva. Utvrđivanje iznosa osnovnog kapitala akcionarskog društva je stvar samih osnivača i zavisi, u prvom redu, od karaktera i obima delatnosti koju ovo društvo obavlja, ali ni u kom slučaju ne može biti manji od minimuma propisanog zakonom. Za sve vreme postojanja akcionarskog društva njegov osnovni kapital mora biti trajno obezbeđen, odnosno mora biti očuvana njegova celovitost. Osnovni kapital akcionarskog društva obezbeđuje ss tako što osnivači ovog društva odrede broj delova od kojih se pomenuti kapital sastoji. Ti delovi predstavljaju akcije. Akcionarsko društvo jednom obavezno izdaje akcije i to prilikom njegovog osnivanja (akcije prve emisije). Da li će akcionarsko društvo izdavati akcije i posle osnivanja (akcije druge i narednih emisija), zavisi kako od "volje" i potreba samog društva, tako i od ispunjenja određenih zakonskih uslova. Po osnovu vlasništva nad jednom ili više akcija stiču se određena prava u akcionarskom društvu. Vrsta i obim prava koje daje akcija u zavisnosti od toga kojoj vrsti, odnosno klasi (rolu) akcija pripada određena akcija.

Postoje razne vrste dužničkih hartija od vrednosti, a među njima su najznačajnije obveznice. Obveznica je takva hartija od vrednosti kojom se njen izdavalac obavezuje da će imaocu ove hartije od vrednosti isplatiti glavnicu i ugovorenu kamatu. Kao što se iz ovoga vidi, povodom obveznice nastaje kreditni odnos između njenog izdavaoca i njenog kupca, pa je zbog toga obveznica dužnička (zajmovna, kreditna) hartija od vrednosti. Obveznica je serijska hartija

od vrednosti, jer služi za prikupljanje većih iznosa novčanih sredstava od velikog broja fizičkih i pravnih lica. Bitna karakteristika obveznice je da njen izdavalac ima obavezu da njenom imaocu, na označeni dan dospelosti (dospelost je vreme kad obaveza mora biti izvršena), pored glavnice, tj. nominalne vrednosti obveznice koju je on uplatio prilikom njene kupovine, isplati i određeni iznos kamate. Iznos ove kamate je osnovni razlog zbog koga fizička ili pravna lica pristupaju kupovini obveznica. U principu, ova kamata treba da bude veća od bankarske, jer samo u tom slučaju predstavlja stimulans za ulaganje sredstava i obveznice (a ne njihovog davanja na štednju).

Obveznice i druge dužničke hartije od vrednosti mogu biti kratkoročne i dugoročne. Kod kratkoročnih dužničkih hartija od vrednosti obaveze koje iz njih proizilaze dospevaju u roku od godinu dana od dana njihovog izdavanja, a kod dugoročnih dužničkih hartija od vrednosti rok dospeća obaveza je duži od godinu dana. U veti sa ovim pitanjem treba imati u vidu da je pravilo da obaveze iz dužničkih hartija od vrednosti ne mogu dospevati pre isteka roka od 30 dana od dana njihovog izdavanja (što se ne odnosi na dužničke hartije od vrednosti čiji je izdavalac Republika Srbija i Narodna banka Srbije, koje mogu dospevati i pre isteka pomenutog roka).

Treća vrsta hartija od vrednosti su varanti. To su takve hartije od vrednosti koje njihovom imaocu daju pravo na kupovinu, odnosno prodaju hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata. Kupovina, odnosno prodaja hartija od vrednosti po osnovu varanta vrši se određenog dana ili u odrađenom periodu, po unapred određenoj ili odredivoj ceni.

Depozitne potvrde su hartije od vrednosti koje izdaju banke koje poseduju inostrane akcije ili obveznice deponovane kod neke banke u inostranstvu, s tim što ove hartije od vrednosti predstavljaju domaći ekvivalent inostranih akcija ili obveznica. To znači da depozitne potvrde sadrže ista prava i obaveze kao i inostrane hartije od vrednosti u vezi sa kojima su te potvrde i izdate.

Pored hartija od vrednosti o kojima je napred bilo reči, zakonom i aktom Komisije za hartije od vrednosti mogu se utvrditi i druge hartije od vrednosti, odnosno drugi finansijski instrumenti koji mogu biti predmet javne ponude na organizovanom tržištu.

Oblik i elementi hartija od vrednosti - Hartije od vrednosti izdaju se, prenose i evidentiraju u obliku elektronskog zapisa u informacionom sistemu Centralnog registra.

Hartije od vrednosti naročito sadrže:

1. oznaku vrste hartije od vrednosti;
   a. oznaku klase, odnosno serije hartije od vrednosti ako je izdavalac izdao više klasa, odnosno serija hartija od vrednosti iste vrste;
2. naziv, sedište i matični broj izdavaoca hartija od vrednosti;

a. naziv, sedište i matični broj pravnog lica, odnosno ime, prezime, adresu i jedinstveni matični broj fizičkog lica na čije ime glasi hartija od vrednosti;

3. nominalnu vrednost celokupne emisije hartija od vrednosti;
   a) nominalnu vrednost hartija od vrednosti, odnosno knjigovodstvenu vrednost ako se akcije izdaju bez nominalne vrednosti;
   b) opis prava i obaveza koje hartija od vrednosti sadrži i način njihovog ostvarenja;
   c) datum izdavanja, odnosno upisa hartije od vrednosti u Centralni registar.

Posebne elemente pojedinih vrsta hartija od vrednosti i jednoobraznu identifikaciju hartija od vrednosti utvrđuje Centralni registar.

Izdavaoci hartija od vrednosti - Hartije od vrednosti i drugi finansijski instrumenti koji se izdaju u skladu sa ovim zakonom mogu izdavati u Republici Srbiji:

1. pravna lica sa sedištem na teritoriji Republike;
   a. Republika, autonomne pokrajine, jedinice lokalne samouprave, pravna lica korisnici budžetskih sredstava i organizacije obaveznog socijalnog osiguranja, u skladu sa zakonom;
2. Narodna banka Srbije;
   a. pravna lica sa sedištem na teritoriji država članica OECD i EU i na teritoriji susednih država sa čijim institucijama nadležnim za kontrolu tržišta hartija od vrednosti Komisija ima zaključen ugovor kojim se uređuje saradnja nadležnih organa za kontrolu tržišta (hartije od vrednosti stranih pravnih lica).

Hartije od vrednosti koje domaća pravna lica izdaju i kojima trguju u Republici izražene su u dinarima. Dužničke hartije od vrednosti mogu biti izražene u stranoj valuti.

Za izdavanje hartija od vrednosti izraženih u stranoj valuti izdavalac je dužan da pribavi prethodnu saglasnost Narodne banke Srbije, u skladu s propisom Narodne banke Srbije.

Prava iz hartija od vrednosti i prava na hartijama od vrednosti mogu sticati i njima raspolagati domaća i strana fizička i pravna lica, osim ako posebnim zakonom nije drukčije određeno.

Prava zakonitih imalaca hartija od vrednosti iz tih hartija nastaju upisom hartija od vrednosti na njihov račun koji se vodi u Centralnom registru. Izuzetno od stava 1. ovog člana, kad kastodi banka vodi račune hartija od vrednosti kod Centralnog registra u svoje ime, a za račun zakonitih imalaca koji su klijenti te banke, odnosno u ime klijenata te banke koji nisu zakoniti imaoci, a za račun zakonitih imalaca - zakoniti imalac ovih hartija od vrednosti jeste lice za čiji račun kastodi banka vodi račune hartija od vrednosti.

Prenos prava iz hartija od vrednosti vrši se prenosom hartije od vrednosti na račun novog zakonitog imaoca u Centralnom registru. Prava trećih lica na hartijama od vrednosti stiču se i prenose upisom tih prava i njihovih korisnika na račun hartija od vrednosti zakonitih imalaca u Centralnom registru.

Pravima iz hartija od vrednosti se može neograničeno raspolagati u pravnom prometu, osim ako zakonom nije drukčije određeno.

Izuzetno raspolaganje pravima iz hartija od vrednosti može biti ograničeno:

- ako zakoniti imalac u pismenoj formi izjavi da se odriče raspolaganja određenim ili svim pravima koja proističu iz hartija od vrednosti, ali ne u korist drugog lica, u skladu sa zakonom kojim se uređuju privredna društva;
- ako nadležni sud donese odluku o zabrani raspolaganja određenim ili svim pravima iz hartija od vrednosti.

Ograničenje raspolaganja pravima iz hartija od vrednosti upisuje se na račun zakonitog imaoca tih hartija u Centralnom registru.

Zakoniti imalac može u svako doba povući izjavu kojom se odriče raspolaganja pravima iz hartija od vrednosti.

Osnovne vrste hartija od vrednosti - Predmet javne ponude na organizovanom tržištu mogu biti sledeće hartije od vrednosti:

1. akcije - hartije od vrednosti koje glase na deo osnovnog kapitala akcionarskog društva;
2. dužničke hartije od vrednosti;
3. varanti - hartije od vrednosti koje imaocu daju pravo na kupovinu, odnosno prodaju hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, određenog dana, odnosno u određenom periodu, po unapred određenoj ili odredivoj ceni;
4. depozitne potvrde - hartije od vrednosti koje izdaju banke koje poseduju inostrane akcije ili obveznice deponovane kod banke u inostranstvu, a koje predstavljaju domaći ekvivalent inostranih akcija ili obveznica, odnosno sadrže istovetna prava i obaveze, kao i inostrane hartije od vrednosti na koje se odnose.

Predmet javne ponude na organizovanom tržištu mogu biti i druge hartije od vrednosti, odnosno finansijski instrumenti koje se utvrđuju u skladu sa zakonom i aktom Komisije.

Dužničke hartije od vrednosti - Obaveze iz dužničkih hartija od vrednosti ne mogu dospevati pre isteka roka od 30 dana od dana njihovog izdavanja.

Izuzetno obaveze iz dužničkih hartija od vrednosti čiji je izdavalac Republika i Narodna banka Srbije mogu dospevati i pre isteka roka iz navedenog stava.

Dužničke hartije od vrednosti mogu biti kratkoročne ili dugoročne. Obaveze iz kratkoročnih dužničkih hartija od vrednosti dospevaju u roku do 365 dana od dana njihovog izdavanja. Dužničke hartije od vrednosti i drugi finansijski

instrumenti koji se mogu zameniti za akcije ne mogu biti osnov za sticanje akcija pre isteka roka od šest meseci od dana njihovog izdavanja.

Standardizovani finansijski derivati - Standardizovani finansijski derivati mogu biti predmet javne ponude ako su utvrđeni pravilima poslovanja organizatora tržišta na koje saglasnost daje Komisija.

Standardizovani finansijski derivati su fjučers ugovori i opcijski ugovori.

Fjučers ugovor može biti:

- *fjučers ugovor sa isporukom predmeta ugovora* - prenosivi standardizovani ugovor kojim se kupac obavezuje da plati unapred ugovorenu cenu na dan dospeća utvrđen ugovorom, a rok dospeća ne može biti kraći od tri dana od dana zaključenja ugovora, odnosno kojim se prodavac obavezuje da na taj dan isporuči predmet ugovora;
- *fjučers ugovor bez isporuke predmeta ugovora* - prenosivi standardizovani ugovor kojim se ugovorne strane obavezuju da na dan dospeća utvrđen ugovorom, a rok dospeća ne može biti kraći od tri dana od dana zaključenja ugovora, isplate razliku između ugovorene cene predmeta ugovora i cene predmeta ugovora na dan dospelosti.

Opcijski ugovor je prenosivi standardizovani ugovor kojim kupac stiče pravo da, uz obavezu plaćanja ugovorene premije na dan, odnosno dane dospeća utvrđene ugovorom, a rok dospeća ne može biti kraći od tri dana od dana zaključenja ugovora - kupi ili proda predmet ugovora po ceni utvrđenoj ugovorom, a prodavac preuzima obavezu da tog dana proda ili kupi predmet ugovorne obaveze.

Predmet javne ponude na organizovanom tržištu mogu biti i drugi finansijski instrumenti s predmetom ugovora čiji su vrsta, količina, kvalitet i druga svojstva standardizovani i od čije cene na tržištu zavisi vrednost finansijskog instrumenta, ako su utvrđeni odlukom organizatora tržišta. Na ovu odluku Komisija daje saglasnost.

Standardizovanim finansijskim instrumentima može se trgovati samo na organizovanom tržištu - pod uslovima i na način koji su utvrđeni zakonom i aktima organizatora tržišta.

14.8. Izdavanje hartija od vrednosti javnom ponudom

Pravilo je da se hartije od vrednosti mogu izdavati isključivo putem javne ponude. Javna ponuda vrši se upućivanjem javnog poziva neodređenom broju lica (putem odgovarajućeg sredstva javnog informisanja) za upis i uplatu hartija od vrednosti. Uz javni poziv mora se objaviti i prospekt za izdavanje hartija od vrednosti. Pored toga, lice koje namerava da izda hartije od vrednosti dužno je da Komisiji za hartije od vrednosti podnese određene isprave, akte i dokumenta predviđene Zakonom (1. zahtev za davanje odobrenja prospekta za izdavanje hartija od vrednosti; 2. odluku izdavaoca o izdavanju hartija od vrednosti i njihovom uključivanju na tačno određeno vanberzansko tržište; 3. primerak prospek-

ta za izdavanje hartija od vrednosti; 4. primerak skraćenog prospekta za izdavanje hartija od vrednosti; 5. javni poziv za upis i uplatu hartija od vrednosti; 6. Osnivački akt izdavaoca; 7. rešenje o upisu u registar privrednih subjekata; 8. finansijske izveštaje; 9. izveštaj o reviziji finansijskih izveštaja; 10. potvrdu banke o stanju na računu izdavaoca u poslednjih 60 dana pre podnošenja zahteva i 11. saglasnost nadležnog organa, ako je zakonom određeno da e izdavanje harti a od vrednosti dozvoljeno samo uz prethodnu saglasnost tog organa). Za prospekt se da e odgovara uće odobrenje od strane Komisi e za hartije od vrednosti. Odobrenje prospekta vrši se putem donošenja rešenja. O rešenjima kojima se odobrava prospekt i izdavanje hartija od vrednosti vodi se poseban registar. Za vođenje ovog registra nadležna je Komisija za hartije od vrednosti.

Prospekt za izdavanje hartija od vrednosti je pismeni javni dokument koji sadrži podatke koji investitoru (licu koje kupuje hartije od vrednosti) omogućavaju jasan i celovit uvid u stvarni (objektivni) pravni i finansijski položaj izdavaoca hartija od vrednosti, u njegove poslovne mogućnosti i u prava i obaveze koje proizlaze iz hartija od vrednosti na koje se prospekt odnosi, kao i druge podatke bitne za donošenje investicione odluke. Značaj prospekta za izdavanje hartija od vrednosti ogleda se u zakonskom određivanju da formu i sadržinu zahteva za odobrenje prospekta za izdavanje hartija od vrednosti, prospekta za izdavanje hartija od vrednosti i skraćenog prospekta propisuje Komisija za hartije od vrednosti. Saglasno tome, jedino zahtev za odobrenje prospekta, prospekt i skraćeni prospekt koji su pripremljeni prema formi i sadržini predviđenoj od strane pomenutog organa mogu proizvoditi pravna dejstva. Komisija za hartije od vrednosti može zatražiti i da se pojedini podaci u prospektu na odgovarajući način posebno istaknu, a podnosilac zahteva za izdavanje prospekta mora udovoljiti takvom traženju. Ovaj organ ima diskreciono pravo da samostalno određuje u pogledu kojih podataka će zatražiti njihovo posebno isticanje, kao i način takvog isticanja.

Zakonom je propisano kada će se doneti rešenje o odobrenju prospekta za izdavanje hartija od vrednosti. To će biti slučaj kada budu utvrđene sledeće činjenice: da prospekt sadrži sve podatke predviđene zakonom i da je uz njega priložena sva neophodna dokumentacija. Ako su ovi uslovi ispunjeni, Komisija za hartije od vrednosti doneće pozitivno rešenje, tj. daće odobrenje prospekta. S druge strane, stavom 2. pomenute zakonske odredbe taksativno su navedeni slučajevi kada će se doneti rešenje o odbijanju zahteva za odobrenje prospekta za izdavanje hartija od vrednosti. Takvo rešenje Komisija za hartije od vrednosti će doneti: ako je sadržina prospekta u suprotnosti, odnosno njegova forma nije u skladu sa odredbama i aktima donetim na osnovu zakona; ako u prospektu nisu navedeni svi potrebni podaci ili nije priložena propisana dokumentacija; ako podaci u prospektu nisu u skladu sa odlukom izdavaoca o izdavanju hartija od vrednosti, odnosno ako odgovaraju podacima u dostavljenoj dokumentaciji; ako je nad izdavaocem pokrenut postupak stečaja ili likvidacije i ako izdavalac nije ispunio obavezu izveštavanja propisanu zakonom. Inače, rok za donošenje rešenja

o odobrenju prospekta za izdavanje hartija od vrednosti je relativno kratak - 20 dana od dana prijema urednog zahteva za davanje odobrenja.

Izdavalac hartija od vrednosti može se opredeliti i za preliminarni prospekt kada oceni da za to postoji odgovarajuća potreba i da će time ostvariti određene ciljeve. Ovaj prospekt prethodi prospektu o kojem je napred bilo reči (koje se mora pripremiti u određenom vremenskom periodu od dana sačinjavanja preliminarnog prospekta). Osnovno obeležje preliminarnog prospekta jeste da on ne mora sadržati sve podatke koji su inače obavezni kod prospekta. U vezi s tim, u preliminarnom prospektu ne moraju biti navedeni: cena hartija od vrednosti; visina kamatne stope i pokrovitelji emisije hartija od vrednosti. Izostavljanje nekog od ovih podataka (ili svih njih) može u određenim situacijama biti od značaja za izdavaoca hartija od vrednosti, zbog čega će se on odlučiti da podnese zahtev za odobrenje izdavanja preliminarnog prospekta. Preliminarni prospekt može biti javno objavljivan samo u određenom roku.

Taj rok iznosi šest meseci, računajući od dana donošenja rešenja o njegovom odobrenju. Zbog toga ss po preliminarnom prospektu ne mogu vršiti upis ni uplata hartija od vrednosti na koje se on odnosi.

Pored toga što može biti i preliminarni, prospekt za izdavanje hartija od vrednosti može biti i odloženi. Bitna karakteristika ovog prospekta je što se njime vrši odlaganje otpočinjanja postupka upisa i uplate hartija od vrednosti na koje se odložni prospekt odnosi. Ovo odlaganje ne može trajati duže od pet godina za odobreneja neizdate akcije, a 12 meseci za druge hartije od vrednosti (od dana donošenja rešenja o odobrenju odložnog prospekta). Ova prospekt ne mora sadržati dva podatka koja inače mora da sadrži prospekt. Ti podaci odnose se na cenu hartija od vrednosti i visinu kamatne stope. I odložni prospekt prethodi prospektu za izdavanje hartija od vrednosti, odnosno on se kasnije (kao i preliminarni prospekt) dopunjava podacima koji mu nedostaju, čime se stvaraju uslovi da odložni prospekt (za davanje odobrenja od strane Komisije za hartije od vrednosti) postane prospekt.

Pojedine okolnosti (koje nastupe od dana podnošenja zahteva za odobrenje prospekta za izdavanje hartija od vrednosti do dana isteka roka za njihov upis i uplatu) mogu uticati na promenu vrednosti hartija od vrednosti koje će se izdavati. Stoga je članom 33. Zakona predviđeno da ukoliko takve okolnosti nastupe, izdavalac ima obavezu da Komisiji za hartije od vrednosti dostavi zahtev za odobrenje dopune prospekta. Ta obaveza izdavaoca odnosi se na svaki prospekt. Dostavljanje zahteva za odobrenje dopune prospekta mora se izvršiti narednog dana od dana nastupanja pomenutih okolnosti. Izvršena dopuna prospekta postaje sastavni deo prospekta za izdavanje hartija od vrednosti. Naravno, ovakvom dopunom ne smeju se menjati podaci u prospektu na koje nove okolnosti nemaju uticaja. Izuzetak čine novi podaci koji su značajni za javnu ponudu hartija od vrednosti, čije dodavanje u dopunu prospekta nije zakonom zabranjeno.

Otpočinjanje postupka izdavanja hartija od vrednosti vrši se upućivanjem javnog poziva za upis i uplatu hartija od vrednosti i objavljivanjem skraćenog prospekta za njihovo izdavanje. Javni poziv je pisani dokument koji se upućuje anonimnim potencijalnim kupcima radi upisa i uplate hartija od vrednosti. Elementi javnog poziva za upis i uplatu hartija od vrednosti utvrđeni su na opšti način članom 41. stav 2. Zakona. Prema ovoj zakonskoj odredbi, pomenuti javni poziv sadrži:

- podatke o datumu otpočinjanja upisa i uplate i o roku za upis i uplatu hartija od vrednosti;
- podatke o mestu na kome se mogu izvršiti upis i uplata, odnosno uvid ili dobiti primerak prospekta za izdavanje hartija od vrednosti;
- najvažnije podatke o izdavanju i o hartijama od vrednosti koje će se izdavati. Bliže propisivanje sadržaja javnog poziva za upis i uplatu hartija od vrednosti, načina njegovog objavljivanja i sadržaja upisnice (izjave koju potpisuju lica koja vrše upis i uplatu hartija od vrednosti) u nadležnosti je Komisije za hartije od vrednosti. Izdavalac je dužan da javni poziv za upis i uplatu hartija od vrednosti objavi u roku od 30 dana od dana prijema rešenja o odobrenju prospekta za izdavanje hartija od vrednosti. Ako izdavalac to ne učini u ovom roku, rešenje o davanju odobrenja prospekta za izdavanje hartija od vrednosti postaje ništavo.

Kako skraćeni prospekt za izdavanje hartija od vrednosti sadrži podatke bitne za objektivnu procenu hartija od vrednosti koje će se izdavati, to se i on stavlja na uvid javnosti i to u isto vreme kad i javni poziv za upis i uplatu ovih hartija. Stavljanje skraćenog prospekta na uvid javnosti vrši se u najmanje jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike Srbije, u formi jedinstvenog oglasa (zajedno sa javnim pozivom za upis i uplatu hartija od vrednosti).

Upis hartija od vrednosti može se vršiti samo u brokersko-dilerskom društvu ili banci, koji su članovi Centralnog registra hartija od vrednosti (jer se u njegovom informacionom sistemu, u obliku elektronskog zapisa, izdaju, prenose i evidentiraju hartije od vrednosti koje su predmet uređivanja ovim zakonom). Ovaj upis vrši se na osnovu ugovora zaključenog u pismenoj formi između izdavaoca hartija od vrednosti i brokersko-dilerskog društva, odnosno banke. S druge strane uplata hartija od vrednosti vrši se isključivo u banci, na osnovu pismenog ugovora koji zaključuju izdavalac i banka. Pravilo je da se uplata hartija od vrednosti vrši u novcu. Izuzetno od ovog pravila, kada se izdavanje hartija od vrednosti vrši bez odobrenja prospekta za izdavanje hartija od vrednosti, uplata akcija i hartija od vrednosti zamenljivih za akcije može se vršiti u novcu, u hartijama od vrednosti, u stvarima i drugim pravima.

Upis i uplata hartija od vrednosti mogu se vršiti samo u predviđenom roku. Ovaj rok ne može biti duži od tri meseca od dana koji je u javnom pozivu označen kao dan za otpočinjanje upisa i uplate hartija od vrednosti. Sledstveno tome, konkretan rok (u okviru njegove gornje granice predviđene zakonom), kao i

uslovi upisa i uplate hartija od vrednosti, utvrđuju se javnim pozivom za upis i uplatu hartija od vrednosti i prospektom za izdavanje hartija od vrednosti. Treba napomenuti da je Komisija za hartije od vrednosti ovlašćena da, po zahtevu izdavaoca, može produžiti rok za upis i uplatu hartija od vrednosti. Ovo produženje pomenutog roka može iznositi najviše 45 dana.

Na izuzetan značaj prospekta za izdavanje hartija od vrednosti ukazuje i zakonsko određenje da lice koje je izvršilo upis hartija od vrednosti samo na osnovu javnog poziva, a pre nego što mu je omogućen uvid u prospekt, može odustati od takvog upisa (član 45. Zakona). Odustajanje se vrši pismenom izjavom, koja se može dati u roku od dva dana od dana kada je uvid u prospekt izvršen. Od upisa izvršenog na navedeni način ne može odustati jedino profesionalni investitor, jer on, zbog vrste delatnosti koju obavlja, može da proceni značaj svoje buduće investicije u hartije od vrednost i bez uvida u prospekt za njihovo izdavanje.

U postupku izdavanja hartija od vrednosti na najpotpuniji način mora doći do izražaja načelo zakonitosti, zbog čega u ovom postupku nisu dozvoljene nikakve nepravilnosti. Doslednom primenom ovog načela štite se, kako javni interes, tako i interesi investitora tj. lica koja kupuju hartije od vrednosti. Ako do takvih nepravilnosti ipak dođe, posledice mogu biti različite. Naime, u takvom slučaju Komisija za hartije od vrednosti može:

- dati nalog izdavaocu hartija od vrednosti da u određenom roku otkloni uočene nepravilnosti;
- doneti rešenje o poništenju postupka javne ponude hartija od vrednosti.

Komisija za hartije od vrednosti najpre nalaže izdavaocu hartija od vrednosti da u roku koji ona sama odredi, otkloni utvrđene nepravilnosti (ako je to moguće učiniti). Za to vreme obustavlja se postupak upisa i uplate hartija od vrednosti, a ne teče ni rok za uplatu i upis tih hartija. U roku koji odredi pomenuta komisija, izdavalac hartija od vrednosti je dužan da dostavi ovom organu izveštaj (sa odgovarajućim dokazima) o tome da je otklonio uočene nepravilnosti. Ukoliko na osnovu ovog izveštaja utvrdi da su nepravilnosti na koje je ona ukazala otklonjene, Komisija za hartije od vrednosti svojim rešenjem prekida obustavu postupka za upis i uplatu hartija od vrednosti, o čemu je dužna da obavesti lica koja su izvršila njihov upis i uplatu.

Do donošenja postupka javne ponude hartija od vrednosti (kao mnogo teže mere od prethodne) dolazi u dva slučaja: kada izdavalac ne otkloni nepravilnosti u roku određenom nalogom Komisije za hartije od vrednosti ili kada ova Komisija u vršenju nadzora utvrdi da je u postupku javne ponude bilo nepravilnosti koje izdavalac ne može otkloniti. Poništenje postupka izdavanja hartija od vrednosti dovodi do nastanka određenih obaveza izdavaoca prema licima koja su izvršila upis i uplatu hartija od vrednosti koje je on izdao. Te obaveze izdavaoca su sledeće: da upisnicima hartija od vrednosti vrati uplaćene iznose sredstava, sa pripadajućom kamatom (u roku od tri dana od dana prijema rešenja Komisije za

hartije od vrednosti o poništenju postupka izdavanja hartija od vrednosti javnom ponudom); da ovim licima nadoknadi štetu koju su pretrpela.

Kada istekne rok za upis i uplatu hartija od vrednosti nastaje sledeća faza u postupku izdavanja hartija od vrednosti, koja se odnosi na davanje odobrenja za njihovo izdavanje od strane Komisije za hartije od vrednosti. Ovo odobrenje daje se po zahtevu izdavaoca hartija od vrednosti koji je on dužan da podnese u roku od sedam dana od dana isteka roka za upis i uplatu hartija od vrednosti. Uz zahtev se dostavlja i dokaz o broju upisanih i uplaćenih hartija od vrednosti. U vezi s tim, Komisija za hartije od vrednosti treba da utvrdi da li su upis i uplata hartija od vrednosti izvršeni u skladu sa javnim pozivom za upis i uplatu ovih hartija i prospektom za izdavanje hartija od vrednosti. U zavisnosti od stava koji zauzme po ovom pitanju, Komisija za hartije od vrednosti će doneti rešenje o odobrenju izdavanja hartija od vrednosti ili će odbiti zahtev izdavaoca za davanje pomenutog odobrenja.

Ishod javne ponude hartija od vrednosti je podatak od posebnog značaja, naročito u odnosu na lica koja su upisana i uplatila ove hartije. S obzirom na to, ovim članom je predviđena obaveza izdavaoca da objavi izveštaj o ishodu javne ponude hartija od vrednosti u jednom dnevnom listu (po sopstvenom izboru) koji se distribuira na celoj teritoriji Republike Srbije. Ovaj izveštaj mora da sadrži: podatke o upisanim i uplaćenim hartijama od vrednosti i naznaku da li je javna ponuda hartija od vrednosti bila uspešna ili ne. Pomenuti izveštaj izdavalac je dužan da objavi najkasnije u roku od sedam dana od dana isteka roka za upis i uplatu hartija od vrednosti.

Kada dobije rešenje Komisije za hartije od vrednosti kojim mu se odobrava izdavanje hartija od vrednosti, izdavalac ima zakonsku obavezu da otvori emisioni račun u Centralnom registru hartija od vrednosti i u taj registar upiše hartije od vrednosti. Otvaranje emisionog računa i upis hartija od vrednosti u pomenutom registru vrši se na osnovu zahteva izdavaoca, koji je on dužan da podnese u roku od sedam dana od dana prijema rešenja o odobrenju ili odbijanju izdavanja hartija od vrednosti (uz zahtev se mora priložiti rešenje o odobrenju izdavanja hartija od vrednosti i druga dokumentacija utvrđena aktom Centralnog registra).

Inače, izdavanje hartija od vrednosti vrši se tako što se one prenose sa emisionog računa (koji pripada izdavaocu) na račune lica koja su upisala i uplatila hartije od vrednosti. Svi ovi računi otvaraju se i vode u Centralnom registru hartija od vrednosti, a sam prenos izdatih hartija od vrednosti sa emisionog računa njihovog izdavaoca na račune lica koja su upisala i uplatila ove hartije vrši se u obliku odgovarajućeg elektronskog zapisa.

Pošto se izvrši upis izdatih hartija od vrednosti u Centralni registar hartija od vrednosti, te hartije se uključuju na organizovano tržište. Time se ostvaruje cilj izdavanja hartija od vrednosti, jer će njihovom prodajom izdavalac dobiti određena sredstva. U vezi sa uključenjem izdatih hartija od vrednosti na organizovano tržište, izdavalac hartija od vrednosti ima zakonsku obavezu da u predviđenom

roku (tri dana od dana prijema obaveštenja od Centralnog registra hartija od vrednosti o izvršenom upisu hartija od vrednosti) podnese zahtev organizatoru tržišta za njihov prijem na vanberzansko tržište (u skladu sa svojom odlukom o izdavanju hartija od vrednosti) ili da u istom roku podnese zahtev za prijem tih hartija na berzansko tržište. Ukoliko izdate hartije od vrednosti ispunjavaju uslove za trgovinu na vanberzanskom, odnosno berzanskom tržištu, organizator tržišta, odnosno berza ima obavezu da ih primi na organizovano tržište i to najkasnije u roku od pet dana od dana podnošenja zahteva.

Uslov za uključivanje izdatih hartija od vrednosti na organizovano finansijsko tržište jeste da su one izdate javnom ponudom, odnosno da je njihov izdavalac dobio od Komisije za hartije od vrednosti rešenje o uključivanju tih hartija na organizovano tržište. Naravno, berza kao organizator tržišta može svojim aktima propisati i dodatne uslove za prijem hartija od vrednosti na listing berze. Ukoliko berza propiše ovakve dodatne uslove, neophodno je da na njih svoju saglasnost da Komisija za hartije od vrednosti.

14.9. Trgovina hartijama od vrednosti na organizovanom tržištu

1. Pod trgovinom hartijama od vrednosti podrazumeva se svaka prodaja i kupovina tih hartija koja se vrši nakon njihovog izdavanja. Hartije od vrednosti su naročito pogodne za trgovinu na organizovanom tržištu, jer se njihovi sastojci (sa izuzetkom cene) mogu tačno definisati, budući da se izdaje u velikom broju i sa istom sadržinom.

Prema pravilu sadržanom u Zakonu, trgovina hartijama od vrednosti obavlja se na organizovanom tržištu (osim kada je ovim zakonom drukčije određeno). Ovo tržište predstavlja organizovano mesto i prostor koje je dostupno javnosti, a na kome se (po unapred propisanim pravilima) ispoljavaju ponuda i tražnja hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata i formira njihova tržišna cena. Značajno je istaći da se vlasničkim hartijama od vrednosti kojima se trguje na jednom organizovanom tržištu ne može trgovati na drugom organizovanom tržištu.

Na organizovanom tržištu mogu trgovati samo brokersko-dilerska društva i ovlašćene banke. Ovi subjekti, da bi mogli trgovati na organizovanom tržištu, moraju biti njegovi članovi. Druga lica mogu trgovati na organizovanom tržištu isključivo posredstvom njegovih članova. Brokersko-dilersko društvo je pravno lice koje ima dozvolu Komisije za hartije od vrednosti za obavljanje delatnosti brokersko-dilerskog društva. A pod ovlašćenom bankom podrazumeva se banka koja ima dozvolu Komisije za hartije od vrednosti za obavljanje delatnosti brokersko-dilerskog društva.

Iz odredbe člana 52. stav 1. Zakona proizilazi da trgovina na organizovanom tržištu podrazumeva: javnu ponudu hartija od vrednosti i povezivanje ponude i potražnje hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata. Organizovano

tržište obuhvata berzansko i vanberzansko tržište. Organizaciju i propisivanje uslova poslovanja organizovanog tržišta, nadzor nad poslovanjem članova organizovanog tržišta, kao i prijem hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata na organizovano tržište vrši organizator tržišta.

2. Pravilo je da prospekt za izdavanje hartija od vrednosti mora biti odobren od strane Komisije za hartije od vrednosti i da se trgovina hartijama od vrednosti vrši putem javne ponude. Međutim, od ovog pravila postoje i određeni izuzeci. Prvi izuzetak kada nije obavezno odobrenje prospekta za izdavanje hartija od vrednosti odnosi se na situaciju kada preduzeće izdaje akcije u postupku privatizacije državnog, odnosno društvenog kapitala. Intencija ovog izuzetka je da se pojednostavi, pospeši i ubrza postupak privatizacije. Odobrenje prospekta za izdavanje hartija od vrednosti nije obavezno ni kada se vrši izdavanje i ponuda kratkoročnih hartija od vrednosti fizičkim i pravnim licima čiji broj nije veći od 100 (izdavanje i ponuda ovih hartija od vrednosti vrši se bez upućivanja javnog poziva i bilo kog drugog oblika javnog oglašavanja). Drugi izuzetak od obaveze odobrenja prospekta za izdavanje hartija od vrednosti određen je prema vrsti investitora. Ovaj izuzetak je utvrđen zbog posebnog društvenog značaja koji imaju pojedini investitori (Republika Srbija, Narodna banka Srbije) ili zato što su u pitanju profesionalni investitori (koji zbog delatnosti koju obavljaju mogu da procene značaj svoje investicije u hartije od vrednosti) ili što se radi o drugim unapred poznatim licima (postojećim akcionarima, zaposlenima kod izdavaoca - kad se akcije izdaju jedino radi dodele tim licima). Uslov za primenu ovih izuzetaka je da se izdavanje i ponuda celokupne emisije hartija od vrednosti nekom od navedenih investitora vrši bez javne ponude ili bilo koje druge vrste javnog oglašavanja.

Zakonom su propisana pravila postupka izdavanja hartija od vrednosti bez javne ponude (koje se izdaju unapred poznatim kupcima). Ova pravila odnose se na sledeća pitanja:

- obaveze izdavaoca pomenutih hartija od vrednosti pre otpočinjanja njihovog upisa i uplate (podnošenje zahteva za odobrenje izdavanja hartija od vrednosti i dostavljanje određene dokumentacije Komisiji za hartije od vrednosti;
- donošenje rešenja o odobrenju izdavanja hartija od vrednosti bez javne ponude (koje donosi Komisija za hartije od vrednosti kada utvrdi da su za to ispunjeni predviđeni zakonski uslovi);
- zaključivanje ugovora između izdavaoca navedenih hartija od vrednosti i subjekata koji se smatraju unapred poznatim kupcima (ovim ugovorom uređuju se međusobni odnosi izdavaoca i tih lica povodom izdavanja hartija od vrednosti).

Zakonom je ograničen promet hartija od vrednosti izdatih unapred poznatim kupcima (izuzeti prema vrsti investitora) i uređeno njihovo uključivanje na organizovano tržište. Pomenuto ograničenje ogleda se u tome što ovakve hartije od vrednosti ne mogu biti predmet javne ponude na organizovanom tržištu u odre-

đenom vremenskom periodu (najmanje godinu dana od dana njihovog izdavanja). Ovo ograničenje uspostavljeno je zbog toga što su ove hartije od vrednosti izdate bez odobrenja prospekta za izdavanje tih hartija. Izuzetno od navedenog pravila, pomenutim hartijama od vrednosti može se trgovati na organizovanom tržištu i pre isteka navedenog roka ako izdavalac dobije odobrenje za uključivanje tih hartija od vrednosti na organizovano tržište. Po isteku roka od 12 meseci zakonski imalac hartija od vrednosti izdatih bez javne ponude (koje je stekao od izdavaoca) može da vrši njihovo otuđivanje javnom ponudom ukoliko njihov izdavalac dobije odobrenje Komisije za hartije od vrednosti za uključivanje tih hartija os1 vrednosti na organizovano tržište.

3. Organizovano tržište obuhvata berzansko i vanberzansko tržište. Organizatori tržišta obavljaju delatnost organizovanja berzanskog i vanberzanskog tržišta. To može biti berza i organizator vanberzanskog tržišta. Osnovna razlika među njima je u tome što se na berzanskom tržištu kotiraju samo hartije od vrednosti koje ispune uslove propisane od strane berze (na koje je dala saglasnost Komisija za hartije od vrednosti), a na vanberzansko tržište uključuju se hartije od vrednosti izdate javnom ponudom bez propisivanja dodatnih uslova za to uključivanje. Na organizovanom tržištu može se trgovati hartijama od vrednosti samo ukoliko je njihov izdavalac od Komisije za hartije od vrednosti dobio odobrenje za izdavanje hartija od vrednosti, odnosno za njihovo uključenje na tržište. Bez ovog odobrenja, na organizovanom tržištu se može trgovati samo hartijama od vrednosti koje izdaju Republika Srbija i Narodna banka Srbije.

Da bi organizovano tržište moglo da funkcioniše, mora postojati organizator tržišta. Pod organizatorom tržišta podrazumeva se pravno lice koje ima dozvolu za rad izdatu od strane Komisije za hartije od vrednosti i koje obavlja poslove organizovanja trgovine hartijama od vrednosti i standardizovanim finansijskim derivatima. Organizator tržišta može biti: berza i organizator vanberzanskog tržišta. Kao institucija, berza može da, uz berzansko tržište, organizuje i vanberzansko tržište, dok organizator vanberzanskog tržišta može da organizuje trgovinu hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima isključivo na vanberzanskom tržištu.

Organizator tržišta je pravno lice osnovano kao akcionarsko društvo, u skladu sa zakonom kojim se uređuju privredna društva. Delatnost organizovanja trgovine hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima na berzanskom, odnosno vanberzanskom tržištu ne može se obavljati bez prethodno dobijene dozvole Komisije za rad berze, odnosno dozvole za rad organizatora vanberzanskog tržišta. Dozvoljeno je spajanje organizatora tržišta isključivo sa drugim organizatorom tržišta, uz prethodno dobijenu saglasnost Komisije. Komisija bliže uređuje postupak spajanja organizatora tržišta i potrebnu dokumentaciju za spajanje. Komisija vodi registar izdatih dozvola za rad organizatora tržišta.

15. FINANSIJSKE INOVACIJE

Na međunarodnim finansijskim tržištima, a posebno na tzv. evrotržištu, prisutne su brojne inovacije, koje su od posebnog značaja za preduzeća i druge finansijske subjekte. Kad to konstatujemo, imamo u vidu potrebu poboljšanja izvora finansiranja, identifikovanja načina obezbeđenja od rizika finansiranja, ofanzivnog uticaja na prosečnu tržišnu cenu kapitala i maksimiziranja ukupne dobiti. U tom kontekstu, finansijsko tržište reprezentuje tržišni mehanizam koji osigurava "neposredni kontakt" ponude i tražnje finansijskih resursa, koja mogu biti dugoročnog ili kratkoročnog karaktera. Takvo poimanje međunarodnog finansijskog tržišta kao skupa specijalizovanih i nacionalnih tržišta novca i kapitala sa imanentnim institucijama, institutima, mehanizmima i instrumenata, koji omogućavaju finansijsko posredovanje među finansijskim subjektima, transformaciju finansijske imovine i određenih finansijskih subjekata, osiguranje finansijskih ulaganja od rizika, smanjenje troškova ulaganja i povećanja finansijskih zarada.

Internacionalizacija finansijskog tržišta "porodila" je različite oblike evronota, kao svojevrsne inovacije na evrotržištu u smislu da reprezentuju oblik kratkoročnog zaduženja. Kao i svaka obveznica, evronota može biti kuponska i diskontna, mada se u finansijskoj praksi savremenog sveta nalaze brojne varijacije osnovnih oblika evronote. U suštini, evronote reflektuju kredite na osnovu kratkoročnph obveznica (iota) sa kamatom koja varira sve do kraja pernoda za koji daje kredit.

Evronote, koje se javljaju u drugoj polovini 70-ih godina, jesu zapravo obveznice na srednji rok sa kuponom. Evronote vuku kratkoročne kamatne stope, koje se obračunavaju na principu šestomesečne kamate na londonskom interbankarskom tržištu - tzv. LIBOR. Kamata uvećana za fiksnu maržu plaća se na svakih šest meseci.

Revolving Acceptance Facility by Tended (RAFT) reprezentuje inovirani oblik evronote koja se bazira na tzv. bankarskim akceptima. RAFT je, dakle, aranžman koji implicira fundamentalne karakteristike RUF uz oslanjanje na akcept koji se revolvnra i na koji se plaća upisnička provizija. No, ako je emitentu nepotreban revolving upis, onda je potreban NIF (Revolving Underwriting Facilities) kod koga se emitent obavezuje ugovorom da osigurava plasman note na tržištu bez obzira da li novac daje banka ili određeni investitor. Aranžer, u ovom kontekstu, deluje kao agent emitenta, ali bez obaveza utvrđivanja kamate, diskonta, denominacije nota i dr. Agent, dakle, samo drži zalihe nota i distribunra ih po ovlašćenju. Zato se, u krajnjoj instanci, RUF (Revolving Underwriting Facilities) svodi na upisani NIF sa garantnom obavezom od strane upisnika. Ove note se sada plasiraju investitorima. U celini posmatrano, reprezentativni evronotni kredit (RUF) poima se kao sporazum između kompanije koja emituje prenosive hartije od vrednosti (note) - ili certifikate ako su banke emitenti, agenta

koji plasira emitovane hartije od vrednosti i grupe finansijskih institucija koje otkupljuju note ukoliko se ne prodaju.

Pored nota, kao jedan od oblika (četiri) ili grupe hartija od vrediosti, kod kojih dolazi do inovacija i kombinacija, obveznide sa fiksnom kamatom (Fixed Coupon Bonds) reprezentuju klasičan oblik finansijske aktive na evrotržištu, pošto predstavljaju prenosive hartije od vrednosti koje osiguravaju njihovim imaocima stalan prihod u vidu fiksne kamate sve do same otplate. Ove obveznice su rasprostranjeni oblik emisije evroobveznica na tržištu, pored već naraslog obima obveznica sa promenljivom kamatom i konvertibilnim obveznicama u ukupnoj emisiji.

U praksi se, isto tako, koriste i tzv. obveznice sa varantom, kao oblik evroobveznica. Ove obveznice se javljaju u formi konvertibilnosti u akciji, koje nude firme, i u formi konvertibilnosti u druge obveznice, koje nude država i paradržavni emitenti. Kod ovih obveznica svi su uslovi unapred fiksirani, naročito uslovi konverzije (kao pravo konverzije obveznice u akciji). No kada su u pitanju tzv. obveznice sa varantom, akcije se kupuju po osnovu prava koje se dobija od varanta. Na taj način zajmoprimac dolazi do likvidnih sredstava, dok zajmodavac dobija novi tip finansijske aktivnosti u vidu akcije.

Za razliku od obveznica sa varantom, konvertibilne obveznice se emituju uz fiksnu kamatu s pravom kupovine određenog iznosa emitenta zajma. Japanska i američka preduzeća, kod ovog oblika kredita, javljaju se kao glavni emitenti. A pošto nose "dobre" poreske olakšice ove obveznice su atraktivne i za evropske investitore. Vrednost ovih hartija od vrednosti uglavnom zavisi od prinosa na dugoročne plasmane, od ekonomske pozicije emitenta na tržištu kapitala i od ispoljenih tendencija na berzama. U funkcionisanju ovog tipa obveznica pojavljuju se u praksi određeni problemi koji se naročito ispoljavaju onda kada npr. neka japanska firma emituje konvertibilne obveznice koje glase na neku drugu valutu - marku. Tu se nude dve opcije: ili mogućnost konverzije obvezica u akcije ili mogućnost konverzije marke u dolare (ili neku drugu valutu). To je potrebno zbog toga što su konvertibilne valute atraktivne sa stanovnšta niže kamatne stope, dužeg perioda dospeća, moguće anticipativne otplate i korišćenja prava konverzije u druge akcije po autonomnoj odluci dužnika.

Pored prezentiranih i opisanih oblika evroobveznica, na tržištu egzistiraju i hartije od vrednosti sa opcijom zamene otplate - konverzija iz jedne valute u drugu. Konverzija je dozvoljiva iz razloga što je valutni kurs unapred fiksiran u procesu same emisije. Fiksirani valutni kurs važi za čitav period trajanja zajma. Ove obveznice sa fiksiranim kursom, sa fiksnom kamatom i sa izborom naplate su izuzetno rizične za zajmotražioca i izuzetno povoljne za kreditore.

No, da bi se reducirao rizik investitora lansirani su certifikati o depozitu, kao defanzivni plasmani finansijskih investitora. U stvari, ovi certifikati reprezentuju svojevrsnu vezu između tržišta novca i evroobveznice. Međusobno su inače supstitutivni na sekundarnom tržištu. Kamata im je fiksna. LIBOR je osnova za

utvrđivanje kamatne stope. No, u praksi se javljaju i certifikati o depozitu sa varijabilnom kamatom. Tu su još i tzv. Tap certifikati o depozitu i tzv. tap certifikati o depozitu, kao i tzv. multitranche tap certifikati o depozitu, kao oblik kratkoročnih hartija od vrednosti sa različitim rokom dospeća i promenljivom kamatom.

No, svetsko finansijsko tržište zahvatio je, tokom poslednjih godina, inovatnvni proces u formi iznalaženja potpuno novih finansijskih oblika i finansijekih tehnika u procesu izvođenja finansijskih transakcija. Time je faktički nastupila nova faza inovacija i diversisrikacija prenosivih hartija od vrednosti koje su razgradile klasični oblik finansiranja putem depozita i kredita, obogatile strukturu izvora sredstava finansijskih subjekata i investitora, i unapredile bankarsko poslovanje u pogledu ročnosti ponuđenih hartija od vrednosti. Kada to konstatujemo imamo u vidu i pojavu novih oblika evroobveznica, kao što su: (a) Discount Bound, (b) Drop Lock Bounds, (c) Extendable Bounds, (d), Partz Paid Bounds, (e) Step Down Bounds, (f)Wings, itd. U stvari, radi se o obavezni-cama kod kojih se utvrđuju niske cene pošto se kamata polaća po dospeću (a) o kombinaciji obveznica sa fiksnom i promenljivom kamatom s mogućnošću utvrđivanja fiksne kamatne stope ukoliko se nove kamate spuste ispod unapred utvrđenog nivoa (b) o obveznicama čiji se rokovi dospeća mogu prolongirati ukoliko se novom obveznicom zameni stara obveznica (c) o obveznicama sa parcijalnim plaćanjima koje investitorima omogućavaju rast dodatne vrednosti u uslovima smanjenja otplate zbog niskih kamatnih stopa (d) o obveznicama sa degresivnim kuponima (e) i obveznicama koje su po svom ustrojstvu konvertibilne u državne obveznice (f), itd.

Prema tome, emisija i kupovina hartija od vrednosti kao vidovi izvora finansiranja i oblika plasmana sredstava jesu refleksija finansijskih inovacija na međunarodnim finansijskim tržištima od posebnog značaja za gotovo sve finansijske subjekte i investitore sa stanovišta redukcija troškova finansiranja, optimizacije strukture finansiranja, diversifikacije plasmana slobodnih novčanih sredstava, održavanje potrebnog nivoa likvidnosti i solventnosti transaktora, povećanja stepena rentabilnosti sredstava i finansijskih zarada i minimiziranja rizika.

Finansijske inovacije iniciraju promene na tržištu novca i tržištu kapitala, a naročito na eurovalutnim tržištima.[489] U okviru šireg talasa finansijskih inovacija pronađeni su dodatni kanali formiranja bankarskih resursa i mobilizacije slobodnih novčanih sredstava. Među tim finansijskim instrumentima najvažniji su: (1) depozitni certifikati, (2) NOW račun; (3) aranžmani o rekupovinama hartija, (4) svip aranžmani, (5) depozitni računi novčanog tržišta, (6) zajednički fondovi novčanog tržišta i (7) overdraft aranžmani.

Depozitni certifikati - certificates of deposits (CDs) jesu reprezentanta specifičnih vrednosnih papira. “Bitne odlike ovih hartija jesu otrživost odnosno

[489] OECD, Financial Market Trends, Paris 1989 st.66/69., i M. Johnson, Eurobounds MNT Corporate Finance, juni 1988. st. 31.

transferibilnost, zadovoljavajući stepen likvidnosti, veća kamatna stopa u odnosu na klasične depozite, visoka novčana dominiranost. Emisija i primarno plasiranje ovih hartija pripada uglavnom krupnim bankama, a kupuju ih isključivo velika i snažna preduzeća. Veoma je bitna uloga krupnih tržišnih posrednika na planu promocije i transfera. Sekundarno finansijsko tržište i bankarski marketing igraju važnu katalizatorsku ulogu u pogledu upornog razvoja i jačanja ovog instrumenta mobilizacije bankarskih resursa. Krupnije poslovne banke povećavaju svoje potencijale u dobroj meri putem korišćenja ovog finansijskog instrumenta. Primarno emitovana CDs nose kamatu koja je određena stopom traženja za bankarskim kreditima, stepenom likvidnosti banke, prosečnom kamatom na sekundarnom novčanom tržištu, očekivanjima u pogledu kretanja kamatne stope i u pogledu kursa monetarne politike. Uglavnom ovi faktori određuju i dospelost CDs. Zadovoljavajuća kamata i mogućnost prodaje pre ugovorenog roka dospeća doprinose atraktivnosti SOz na novčanom tržištu i visokim mobilizatorskim odlikama u oblasti formiranja bankarskih izvora."[490]

NOW aranžmani - negotiable order of with drawal, isto tako, reprezentuju, "specijalne račune kod banaka n štedionica, koji obezbeđuju kamatu i mogućnost automatskog povlačenja sredstava depozita. Tehnički račun pripada kategoriji štednih aranžmana sa normalnom kamatom. ali ustanovljena je mogućnost plaćanja preko računa, usled čega imaju i odlike tekućih računa. Institucionalizovanje ovih računa izvršeno je sa ciljem da se izbegne zakonska restrikcija plaćanja kamate na tekuće račune i transakciona sredstva. Uvedeni su računi koji pokrnvaju tekuća plaćanja. obezbeđuju likvidnost i nose odgovarajuću kamatu. Oni obezbeđuju šire funkcije i kvalitet u odnosu na klasične tekuće ili štedne račune i usled toga su znatno atraktivniji za nebankarske transfere. Banke su preko ovih računa stvorile novi kanal prnvlačenja slobodnih finansijskih resursa i formiranja finansijskog i kreditnog potencijala.[491]

Sporazumi (aranžmani) o rekupovini hartija - repurchase agreements, Repos, RP - poput prethodnih aranžmana reprezentuju inovacioni instrument novčanog tržišta i prikupljanja slobodnih novčanih sredstava, pošto se radi o kratkoročnim državnim vrednosnim "papirima koje banke privremeno transformišu subjektima sa prolaznim viškovima likvidnih sredstava. Transakcije su pokrivene ugovorima u kojima se precizira jedinična vrednost hartija, cena transfera, dospelost i kamata. Na ovaj način transaktori prelivaju slobodna finansijska sredstva u bankarske potencijale i ostvaruju odgovarajući kamatni prihod. Najduži rokovi dospelosti su 90 dana, ali se prema ovom aranžmanu sredstva mogu povratiti ulagačima u znatno kraćim rokovima. Uložena sredstva nemaju karakter depozita i usled toga nisu osigurana.

Ulagači biraju samostalno rokove reprodaje hartija bankama, koji se mogu kretati u rasponima od jednog do 90 dana, i od toga zavisi nivo kamatnog prihoda.

---

[490] Dr S. Jović, Bankarstvo, Naučna knjiga, Beograd. 1990. st. 146.
[491] Dr S. Jović, op.cit., st. 147

Otuda se ovaj mehanizam smatra veoma pogodnim za ostvarivanje optimizacije kratkoročnih ulaganja sredstava od strane finansijskih investitora. Naime, preko ovog aranžmana obezbeđuje se puno korišćenje novčanih sredstava u periodu kada su za nebankarskog transaktora slobodna. Transaktori odnosno ulagači sredstava ne snose tržišni rizik, pošto se ugovorima pokrivaju iznosi uloženih sredstava i odgovarajući kamatni prinosi. Kamatna stopa se određuje prema kretanju prosečnih kamata na kratkoročnom i dugoročnom finansijskom tržištu."[492]

Svip aranžmani -sveep accounts, takođe, predstavljaju novu mogućnost za utvrđivanje salda na računima komitenata, ali i novi finansijski instrument banaka za mobilizaciju slobodnih novčanih resursa. U osnovi radi se o "utvrđivanju individualizovanih margina likvidnih pozicija pojedinih transaktora na tekućim računima i intervencijama banke u slučaju probijanja gornje ili donje granice likvidnih sredstava. Prema specijalnim ugovorima između transaktora i banke treba da se održava nivo likvidnih sredstava u okviru instalisanih zona, pri čemu banke u slučaju viška likvidnih sredstava automatski vrše konverziju viška u kamatonosne hartije. Obrnuto, u slučaju opadanja salda gotovine ispod donje granice banka će konvertovati hartije u likvidna novčana sredstva. U suštini, banka u slučaju viškova likvidnih rezervi može prema ovom aranžmanu ulagati sredstva u kratkoročne hartije kakve su RP, na osnovu čega postoji povezanost između ugovora o rekupovinama i svip računa. Pored mobilizatorske uloge, ovde banke obavljaju i širu ulogu katalizatorskog pročišćavanja računa transaktora, optimizacije likvidnih pozicija, racionalizacije novčanih sredstava i aktiviranja potencijalno neaktivnih novčanih sredstava,"[493]

Popust svii aranžmana i depozitni računi novčanog tržišta - moneymaket deposit accounts reprezentuju inovacioni finansijski instrument mobilizacije slobodnih novčanih sredstava i "utvrđivanja kompetitnvne pozicije banaka u kapitalističkim razvijenim zemljama. Kod ovih računa određuje se minimalni nivo depozita koji treba da bude održavan, kao uslov da transaktor dobija od banke odgovarajući tržišni prinos. Prinosi su određeni prema prosečnim tržišnim kamatama, a depoziti su osigurani od strane odgovarajuće državne ustanove. Kada nivo depozita padne ispod određenog minimalnog iznosa, banka obara kamatnu stopu ili nivo kamatnog prihoda. U uslovima održavanja depozita na i iznad minimuma banka može autonomno određivati nivo kamate, odnosno može nuditi stimulativnu kamatu za privlačenje dodatnih depozita. Utvrđeni su limiti transakcija preko ovih računa, koji ipak u dovoljnoj meri obezbeđuju pokrivanje likvidnosti. Najviše šest novčanih transfera mesečno je moguće obaviti preko ovih računa. Povlačenje gotovine sa računa je nelimitirano. U suštini računi predstavljaju aspekt finansijskog investiranja transaktora, kod čega su precizno određena pravila korišćenja sredstava.'[494]

---

[492] Ibidem, st. 147.
[493] Ibidem, st. 148.
[494] Ibidem, st. 148.

Money market mutual find - Mešoviti fondovi novčanog tržišta reprezentuju kvalitativno nove kratkoročne finansijske instrumente za prikupljanje disperzirane štednje koja se ulaže u kvalitetne bankarske certifikate i vrednosne papire firmi sa visokim bonitetom kako bi dotična ulaganja postala likvidna i kamatonosna. Ovi mešoviti fondovi novčanog tržišta formiraju se na principu "rezervoara" ("pooling"): dnevni prilivi novčanih sredstava iz raznorodnih izvora sintetizuju se i ulažu u kupovinu odgovarajućih tržišnih instrumenata. Kupovina vrednosnih hartija obavlja se svakodnevno, od čega postoji veoma razrađeni spektar papira po ročnosti i kamatnim prinosima. Kamatni prinos u vidu dividendi može se dnevno obračunavati. Prinos, po odbitku operativnih i administrativnih troškova, transferiše se kontinuelno ulagačima sredstava.

Kratkoročnost i visok bonitet hartija daju mešovitim fondovima karakter sigurnosti ulaganja novčanih sredstava. Prinos na uložena sredstva se dnevno menja, sa promenama kamatnih stopa spektra vrednosnih papira. Bruto prinos od uloženih hartija se dnevno umanjuje za iznos odgovarajućih operativnih, administrativnih i distributivnih troškova. Mešoviti fondovi obezbeđuju ulagačima i sledeće prednosti: dnevni dohodak likvidnost, automatsko reinvestiranje, stabilnost osnovnog uloga, platnoprometne usluge, minimalni inicijalni iznos investiranja, konvencionalnu praktičnost. Dividende se obračunavaju i pripisuju računu svakodnevno, dok se gotovinski realizuju na kraju meseca. Ne postoji minimalni period ulaganja sredstava niti postoji kaznena kamata za povlačenje sredstava pre roka dospelosti. Ulagači mogu svoja sredstva povlačiti telefonskim, poštanskim, čekovnim, telegrasrskim ili kompjuterskim načinima, što pruža pogodnost veoma brzog pokrivanja likvidnih potreba. Banke mogu obezbediti dve opcije za ulagače: isplata kamatnog dohotka na kraju meseca ili reinvestiranje ostvarenog dohotka. Inicijalni iznos ulaganja i otvaranja tržišnih računa su minimalni i na taj način stvoreni su uslovi fleksibilnog ulaganja sredstava svim subjektima. Ne zahteva se držanje minimalnog iznosa uloženih sredstava, nego se preko kamatnog prinosa reguliše nivo depozitnog računa."[495]

Konačno, overdraft, računi - overdraft cheeking account, automatic overdraft account - reflektuju u biti kreditne linije banke za štediše i transaktore. Banka "automatski pokriva povlačenje sredstava čekovima za koja ne postoji dovoljan iznos sredstava na računima. Kreira se automatski kredit na bazi pristiglih čekova transaktora za iznos koji je iznad nivoa depozita komitenta kod banke. Pogodnost ovog instrumenta jeste automatizam instalisanja kreditnog aranžmana preko priliva ili putem kreditnih kartica. Otpada komplikovani mehanizam zaključivanja kreditnih ugovora, ispitivanja kreditne sposobnosti i obračuna operativnih troškova. U glavnom je reč o personalnim kreditima koji se realizuju na indirektan način, posredstvom odgovarajućih instrumenata platnog prometa. Iznosi kredita su obično ograničeni i ograničeno je vreme korišćenja kreditnih resursa. Obračunava se normalna kamatna stopa samo za iznos previše povučenih sredstava. U

[495] Ibidem, st. 149.

uslovima znatnih fluktuacija novčanih sredstava kod određenih preduzeća, overdraft računi su pogodan način racionalizacije i ekonomisanja metoda finansiranja poslovnih linija. Novi prodor u oblasti razvoja kreditnih linija i mobilizovanja sredstava kod banaka ide preko uvođenja tzv. dugovnih kartica (debit cards, "deposit access card") koje omogućavaju elektronsko transferisanje sredstava na tačkama prodaje robe i usluga. Jedna varijanta elektronskih kreditnih kartica jesu ATM kartice (Automated teller machines) koje se koriste za kompjutersko povlačenje gotovog novca sa odgovarajućih računa. Smisao novih instrumenata je u trenutnom pokrivanju platnoprometnih odnosa, povezivanju kreditnih i novčanih resursa u vrstu sintetizovanog novca i otvaranju linija mobilizovanja sredstava kod banaka.

Dodatne izvore sredstava banke obezbeđuju na kreditnom i tržišnom kapitalu: krediti kod centralne banke, inostrani krediti, izdavanje i prodaja dugoročnih hartija od vrednosti. Bitne karakteristike metoda i instrumenata formiranja ovih izvora sredstava banaka su sledeće: Prvo, treba da je reč o zaista dopunskim izvorima. Drugo, banke se na ovom terenu pojavljuju u ulozi pasivnog primaoca uslova pribavljanja sredstava ("pricetaker"), za razliku od metoda privlačenja glavnih izvora gde se banke javljaju u mnogo aktivnijoj ulozi. Treće, ovi izvori postaju važni u periodima pogoršanja uslova privlačenja raznih vrsta depozitnnh sredstava. Ova sredstva tada postaju relativno pogodnija za brzo usklađivanje potencijala sa programiranim plasmanima sredstava. Ako se poveća prosečna kamata na tržištu, tada su depozitni izvori pogođeni većim prosečnim troškovima, dok su kreditni izvori opterećeni porastom marginalnih troškova. Naime, kamatni troškovi svojim povećanjem zahtevaju sve depozitne izvore, dok u slučaju nedepozitnih izvora troškovno opterećenje pogađa samo nove prilive ovih resursa."[496]

Nelikvidnost oročenih depozita prinudila je banke da formiraju prenosive certifikate o depozitu (CD - negotiable certificate of deposit), koji se emituju po nominalnoj vrednosti sa kamatom koja se plaća po dospeću (od 1-6 meseci). Bankovni CD prodaju se direktno investitorima, mada postoje i dileri koji stvaraju aktivno sekundarno tržište za CD uz malu proviziju. Prinos na CD prevazilazi prinos na druge zapise posredstvom varirajućeg opsega (spreed).

CD sa varijabilnom kamatom. Ovaj instrument tržišta novca u SAD jeste novi tip renosivih CD čiji su glavni kupci fondovi tržišta novca. "Kupon koji se daje za CD sa varijabilnom kamatom prilikom emitovanja i prilikom svakog dana isplate, izdaje se na izvesnu sumu (1,5 do 30 osnovnih poena, zavisno od imena emitenta i roka dospeća) iznad prosečne kamatne stope (kako je navedeno u kompozitnoj kamatnoj stopi koju publikuju Savezne rezerve) koju banke plaćaju na nove CD sa osnovnim (prvobitnim) dospećem koje je jednako dužini perioda isplate, CD sa varijabilnom kamatnom stopom pruža banci emitentu mogućnost da igra sa kamatnim stopama. Banke nude izvesnu zaštitnu kamatu klijentima, ali takođe, moraju eliminisati nepogodnost nelikvidnosti, jer trguju sa koncesijama na

[496] Dr S. Jović. op.cit., st. 149-150.

tržištu tokom drugih dana koji nisu dani isplate. Tokom tog poslednjeg perioda isplate (1eleg-roll period) trguje se CD sa varijabilnom kamatom na isti način kao sa običnim CD sličnog imena banke i roka doepeća.[497]

Diskontin CD (Discount CD). Dileri stvaraju tržište za CD i finansiraju inventar CD-a na tzv. repo tržištu koje pokriva glavnicu, ali ne i prispelu kamatu. U trgovini CD-ima diler finansira prispelu kamatu po ovim hartijama od vrednosti. "Da bi izbegli ovaj problem i da bi olakšali investitorima da vrše porećenje prinosa koji ide na SV sa prinosima na diskontne hartije - zapise, bankarske akcepte (BA) i komercijalne zapise - neki su dileri predložili 1970-tih godina da banke emituju CD koje nose diskont a ne kamatu. Nekoliko banaka je to i uradilo, ali se to nije razvilo u opštu praksu. Jedan od razloga je bio odluka Saveznih rezervi da banka-emitent diskontnog CD mora da ga tretira kao depozit čija se veličina povećava tokom životnog veka CD za iznos diskonta koji je dat prilikom emitovanja. Savezne rezerve, takođe, zahtevaju da banka-emitent izračuna svoj depozit rezervi na bazi stalno rastuće vrednosti depozita vezanih za diskontne CD. To za banke koje emituju diskontne CD stvara računovodstvenu poteškoću, koju banke izbegavaju tako što prestaju sa emitovanjem takvih hartija od vrednosti."[498]

CD u evrodolarima (eurodolars CD). Oročeni depoziti u eurodolarima (poput domaćnh oročenih uloga) jesu nelikvidna aktiva. To je uslovilo da londonske banke otpočnu da emituju eurodolarske CD, koje kupuju druge banke koje posluju na Euromarketu (Eurotržištu), a ostatak korporacije i institucionalni investitori. U poslednje vreme, dileri i brokeri stvaraju sekundarno tržište za ovaj tip hartija od vrednosti.

Jenki CD (Yankee CD). CD emituju strane banke u dolarskoj denominaciji na Eurotržištu, ali i na domaćem tržištu posredstvom ogranaka. "CD-ove vrste se često nazivaju jenki CD (Yankee CD); ime je nastalo od Jenki obveznica (Yankee bounds) koje se emituju na domaćem tržištu od stranih zajmoprimaca.

Jenki CD, za razliku od domaćih CD, izlažu investitore dodatnom (čak i ako je samo pretpostavljen) riziku stranog naziva emitenta, a takoće su i manje likvidni od domaćih. Shodno tome, trgovina Jenki CD-ima odvija se po prinosu koji je blizak prinosu na euro CD. Glavni kupci Jenki CD-a su korporacije koje su kupci prinosa i fondovi koji vrše ažuriranje."[499]

Komercijalni zapisi. Bankovni zajmovi jesu jedan od izvora kratkoročnih sredstava raspoloživih za korporacije. Ne, firme sa visokom kreditnom sposobnošću imaju još jeftiniji alternativni izvor sredstava, koga nominuju komercijalni zapisi: "Komercijalni zapis je neobezbeđena menica (promissory note), izdata na određenu sumu, sa rokom dospeća na određeni dan. Svi komercijalni zapisi su prenosivi (negotiable), ali većinu njih drže investitori sve do njihovog dospeća. Komercijalni zapisi se emituju, ne samo od strane industrijskih i proizvodnih

[497] Instrumenti tržišta novca SAD, Berza, 1/91., st.35-38
[498] Ibidem, st. 37.
[499] Isto, st. 37-38.

firmi, već i od strane finansijskih kompanija. Finansijske kompanije normalno prodaju svoje zapise direktno investitorima. Industrijske firme, pak, emituju svoje zapise posredstvom dilera. Nedavno su se strane banke-holding kompanije, opštine i opštinske vlasti pridružile emitentima komercijalnih zapisa."[500]

16. IZVORI FINANSIRANJA

Bez finansiranja ne bi bilo nikakve mogućnosti poslovanja, funkcionisanja i razvoja preduzeća, tj privrednih društava. Drugim rečima, finansiranje pokreće celokupno poslovanje. Finansiranje se može shvatiti u užem i širem smislu.

U *užem smislu,* finansiranje obuhvata samo pribavljanje prvenstveno finansijskih sredstava potrebnih za tok reprodukcije. Sa stajališta procesa investiranja, cjelokupni mehanizam finansija preduzeća ogleda se u činjenicu da one osiguravaju novac potreban za preduzimanje realnih investicija.

S druge strane, proces pribavljanja novca može se posmatrati i kao mehanizam ulaganja u samo preduzeće, tako da se preduzeće javlja u dvojnoj funkciji, jednom kao investitor i drugi put kao investicija.[501]

U *širem smislu,* finansiranje predstavlja dinamički proces koji obuhvata: pribavljanje finansijskih sredstava; investiranje finansijskih sredstava, i vraćanje finansijskih sredstava.

Da bi preduzeće moglo da započne proces reprodukcije, mora da se obezbdi određena količina novca. Pribavljanjem novca uspostavljaju se finansijski odnosi sa izvorima finansiranja. Taj novac menadžment nabavki investira u materijalne i druge oblike imovine, koji su neophodni za obavljanje poslovne aktivnosti. Zatim, menadžment proizvodnje organizuje proizvodnju. Na kraju, menadžment prodaje - proizvedene proizvode prodaje i naplaćuje potraživanje od kupaca.

Na desnoj strani bilansa stanja nalaze se *odluke o finansiranju.* Donošenjem ovih odluka se uspostavljaju izvori finansiranja, odnosno finansijska struktura i struktura kapitala preduzeća. Pri tome se pod finansijskom strukturom podrazumeva odnos sopstvenih i pozajmljenih izvora finansiranja dok struktura kapitalapredstavlja odnos sopstvenih izvora i dugoročnih dugova.

Dugoročne finansijske odluke su od posebnog su značaja. Ove odluke brinu o strukturi kapitala preduzeća koji preduzeće koristi za finansiranje svoje dugoročno vezane imovine. Radi pribavljanja dugoročnih sredstava akcionarsko preduzeće donosi niz finansijskih odluka. Pored utvrđivanja iznosa finansiranja, one obuhvataju izbor finansijskih odluka.

Ovaj izbor znači:

- koristiti interne ili eksterne izvore finansiranja,
- emitovati svojinske ili dužničke finansijske instrumente,

[500] Isto, st. 38.
[501] Orsag, S., Dedi. L., *Nova paradigma i budžetiranje kapitala.*

- utvrditi ročnost instrumenata,
- odrediti tajming emisije,
- opredeliti se između javnog ili privatnog plasmana.

Može se reći da samo ona kompozicija izvora finansiranja koja obezbeđuje minimalni trošak kapitala predstavlja optimalnu strukturu kapitala. Pored dugoročnih, akcionarsko preduzeće donosi i *kratkoročne finansijske odluke,* tj. pribavlja kratkoročne izvore finansiranja. Mogućnost raspolaganja preduzeća kratkoročnim izvorima finansiranja od bitnog je značaja za egzistenciju preduzeća. Jer ako preduzeće ne može da opstane u kratkom roku, njegovo dugoročno postojanje nije održivo.

U procesu modelovanja izvora finansiranja, preduzeće je *ograničeno internim i eksternim faktorima.* S jedne strane, mogućnosti izbora ograničene su strukturom imovine i njenih izvora, odnosno vertikalnom i horizontalnom finansijskom strukturom izvedenom iz bilansa stanja. S druge strane, mogućnosti izbora opredeljene su i opštom ekonomskom situacijom, poverenjem i očekivanjima investitora o budućim ekonomskim događajima, atraktivnošću alternativnih mogućnosti investitora i drugo."[502]

Izvori finansiranja se mogu klasifikovati primenom različitih kriterijuma.

Prema kriterijumu karaktera *vlasništva,* izvori finansiranja mogu da budu:
- sopstveni (vlastiti),
- tuđi (pozajmljeni),
- hibridni (kombinovani).

Za *sopstvene izvore finansiranja* je karakteristično da se ulažu u poslovanje privrednog subjekta na neodređeno vreme, da imaju upravo upravljanja poslovanjem, da su u hijerarhijskoj strukturi prava na učešće u poslovnom rezultatu i u likvidacionoj masi preduzeća poslednji u redu od korisnika poslovnog rezultata, odnosno od korisnika likvidacione mase preduzeća. S druge strane, učešće vlasnika u poslovnom rezultatu je varijabilno i teorijski neograničeno.

Tuđi izvori finansiranja su izvori finansiranja kod kojih postoji obaveza vraćanja sredstava i plaćanje kamate za korišćenje sredstava. To su i oni izvori finansiranja kod kojih postoji obaveza vraćanja sredstava, ali ne i plaćanje kamate, što znači da su ta sredstva besplatna u datom vremenskom periodu.

Hibridni izvori finansiranja su oni izvori kod kojih su kombinovane karakteristike sopstvenih i tuđih izvora.

Prema poreklu, izvori finansiranja dele se na:
- interne (unutrašnje) i
- eksterne (spoljašnje).

Interna sredstva predstavljaju iznos zarada koje je preduzeće odlučilo da zadrži nakon plaćanja novčanih dividendi svojim akcionarima. Interno finansira-

[502] Vilogorac, E., *Finansiranje dioničkih društava,* magazin Prizma, 3/2002, str. 18.

nje se ne može poistovtiti sa vlastitim, jer se vlastiti izvori finansiranja mogu povećavati i eksterno privlačenjem novih vlasnika emisijom akcija.

Ako preduzeće odluči da skupi sredstva *eksterno,* finansijski menadžer može to da uradi uključivanjem dugova, putem bankarskih zajmova ili izdavanjem obveznica, ili prodajom vlasničkih interesa putem ponude akcija.

Polazeći od *roka raspoloživosti,* izvori finansiranja mogu biti:

1. dugoročni i
2. kratkoročni.

Dugoročni izvori finansiranja imaju rok dospeća duži od godinu dana, dok *kratkoročni izvori finansiranja* imaju rok dospeća do jedne godine.

Trajni izvor kapitala u akcionarskom preduzeću je akcijski kapital koji se može pribaviti emisijom akcija. Na taj način pribavljeni kapital nema rok dospeća, pošto su akcionari vlasnici preduzeća, za razliku od emisije i prodaje obveznica koje su dugoročni dug sa rokom dospeća.

Dinamičnost poslovnih sistema je takva da se u svako vreme, privremeno ili stalno, koriste sredstva iz različitih izvora kombinovanjem različitih izvora finansiranja.

Prilikom pribavljanja kapitala putem emisije i prodaje dugoročnih hartija od vrednosti, finansijski menadžer mora pažljivo da razmotri nekoliko elemenata.

To su: *trošak, izloženost rizika, fleksibilnost i kontrola.*

Trošak dodatnog dugoročnog kapitala je najvažniji kriterijum prilikom izbora mogućnosti dugoročnog finansiranja. Svaki oblik dugoročnog finansiranja ima specifične karakteristike koje, u krajnjoj instanci, određuju i njegov trošak.

Stepen rizika kome je preduzeće izloženo zavistan je od proporcija duga i preferencijalnih ili običnih akcija u strukturi kapitala. Prilikom izmena uslova privređivanja, korišćenje izvora finansiranja koji sadrže fiksne naknade (kamate, preferencijalne dividende) dovodi do povećanja promena u zaradama. Izloženost preduzeća riziku djelimičnog ili potpunog zaostajanja isplata fiksnih naknada po osnovu korišćenja izvora finansiranja zasniva se na analizi *varijabiliteta zarada* iz prošlosti i *novčanih tokova* na kojima se planiraju budući uslovi.

Prilikom pribavljanja dodatnog dugoročnog kapitala potrebno je obratiti pažnju i na elemente koji se odnosi se *nafleksibilnost* finansiranja. To je, u stvari, raspon mogućnosti budućih finansiranja.

Na primer, ako je preduzeće odabralo dugoročni dug za finansiranje svojih kapitalnih projekata, može da se desi da konretno preduzeće, kao budući izvor kapitala može da korist samo obične akcije.

Nemogućnost korišćenja novog duga može biti posledica opterećenosti imovine preduzeća hipotekama, nepovoljnog odnosa duga i glavnice ili, nekog drugog ograničenja. Svođenje budućih izvora finansiranja na jednu opciju svakako predstavlja dodatni problem za preduzeće, zbog toga što može da se desi da, usled promenjivih uslova i okolnosti na finansijskom tržištu, i ta jedina mogućnost postane manje privlačna ili čak neostvariva.

Pribavljanje dodatnog kapitala važno je i sa aspekta stepena *kontrole* nad finansijama preduzeća.

Potrebno je da se istakne da svaka emisija običnih akcija[503] uključuje:

- *rizik razvodnjavanja vlasništva* (koji proizilazi iz mogućnosti narušavanja proporcije vlasničkih prava postojećih akcionara),
- *rizik razvodnjavanja zarade po akciji* (koji proizilazi iz mogućnosti da se akcije nove emisije prodaju po ceni koja može biti niža od cene po kojoj se akcije prodaju na sekundarnom tržištu kapitala).

Da bi privukla što više investitora, mnoga akcionarska preduzeća prodaju različite vrste akcija, pri čemu svaka vrsta daje investitorima[504] različita prava i mogućnosti.

Takođe, nije neobično da i preduzeće deo svojih sredstava, odnosno svoje akumulacije, plasira u tuđe akcije, ponekad čak i akcije konkurencije.

Akcija - je svojevrstan most preko kojeg novac od štediše, odnosno nudioca kapitala, prelazi prema preduzećima, onima koji potražuju kapital. Upravo taj most je bitan da bi sve funkcionisalo na poželjan način.[505]

Najfrekventnija podela akcija *je prema obimu prava* koja sadrže.

Prema tom kriterijumu, akcije se dele na:

- obične (redovne) i
- preferencijalne (povlašćene, prioritetne) akcije.

Obične akcije se sastoje iz dva dela: plašta i kupona akcije.

Na plaštu akcije navedeni su: naziv i sedište emitenta, oznaka serije sa kontrolnim brojem, oznaka da je akcija i vrsta akcije, redosled emisije, ukupan obim emisije, nominalna vrednost i broj akcije, ime kupca ili oznaku na koga glasi, prava, mesto i datum izdavanja, kao i potpisi ovlašćenih lica.

Na *kuponu akcije* navedeni su: naziv i sjedište emitenta, oznaku serije i kontrolni broj, redni broj kupona za naplatu dividende, godinu za koju se dividenda isplaćuje i potpise.

Najpoznatiji tip akcija su obične akcije. One pretstavljaju *vlasništvo* nad delom akcionarskog preduzeća. Prodaja običnih akcija omogućava preduzeću emitentu da dođe do sredstava za finansiranje svojih poslovnih aktivnosti. Kupci običnih akcija postaju suvlasnici preduzeća.

---

[503] Akcije ili deonice su korporativne viasničke hartije od vrednosti kojima vlasnik stiče vlasništvo u kapitalu izdavaoca akcije kao i: pravo glasanja u skupštini akcionara, pravo na dividendu, pravo na udeo pri podeli likvidacione mase, i druga prava.

[504] Investitori u akcije (akcije) mogu biti pojedinci, institucionalni investitori, preduzeća iz različitih delatnosti, kao i banke i druge finansijske organizacije.

[505] Von Bestenbostel, P., Dunskus, A., Gartner, M, Soltfrank, P., *Dionice i burze: savjeli za dioničko i burzovno poslovanje,* Informator, Zagreb, 1992, str. 30.

Akcionari, odnosno investitori u obične akcije preduzeća, kupovinom ovih akcija stiču određena prava kakva se ne mogu steći po osnovu bilo kojih drugih hartija od vrednosti.

Akcije ili deonice su korporativne vlasničke hartije od vrednosti kojima vlasnik stiče vlasništvo u kapitalu izdavaoca akcije kao i: pravo glasanja u skupštini akcionara, pravo na dividendu, pravo na udeo pri podeli likvidacione mase, i druga prava.

Investitori u akcije (akcije) mogu biti pojedinci, institucionalni investitori, preduzeća iz različitih delatnosti, kao i banke i druge finansijske organizacije.

Osnovna prava - koja uživaju vlasnici običnih akcija odnose se na:

- pravo glasa,
- pravo na srazmeran deo osnovnog dobitka,
- pravo na preču kupovinu akcija,
- pravo na pregled poslovnih knjiga,
- pravo na srazmeran deo likvidacione mase u postupku likvidacije preduzeća,
- pravo na transfer akcija i
- pravo odlučivanja o važnim pitanjima za poslovanje preduzeća.

Pravo glasa je pravo akcionara na skupštini da biraju članove nadzornog odbora, koji onda biraju menadžere, čime se omogućava akcionarima da vrše kontrolu nad radom emitenta. Glasanje akcionara može biti po sistemu većinskog ili kumulativnog glasanja.

Kod većinskog glasanja, akcionari o svakom članu nadzornog odbora glasaju odvojeno. U ovom sistemu svaka akcija nosi jedan glas.

Kod kumulativnog glasanja, akcionari mogu sve glasove dati smo jednom kandidatu što pogoduje manjinskim akcionarima, jer povećava šanse da uzaberu svoje kandidate. U ovom sistemu broj glasova se određuje na drugačijoj osnovi.

Ukupan broj glasova koji deoničar može dodeliti članu ili članovima nadzornog odbora utvrđuje se tako što se broj akcija kojima raspolaže množi brojem članova nadzornog odbora koji treba da bude izabrani.

Vlasnici običnih akcija imaju *prvo na dividendu,* odnosno na srazmerni deo ostvarenog dobitka akcionarskog preduzeća. Osnovu za isplatu dohotka u vidu dividendi čini ostvareni dobitak nakon oporezivanja, što znači da će zahtevi kreditora, zaposlenih i fiskusa biti ispunjeni pre zahteva običnih akcionara. Bitno je da se napomene da akcionari, pored dividendi, mogu da ostvare dobit i po drugoj osnovi. Rado se o *kapitalnom dobitku,* koji nastaje kada se akcije na tržištu papira prodaju po tržišnoj ceni koja je veća od cene po kojoj su kupljene. Nova emisija običnih akcija može poremetiti postojeću vlasničku strukturu i kontrolu upravljanja preduzećem. Da se to nebi desilo, akcionari imaju *pravo preče kupovine akcija.* Pravo preče kupovine kod ponude novih akcija još se naziva i povlašćenom ponudom.

Pravo na pregled poslovnih knjiga ima za cilj da vlasnicima akcija obezbedi relevantne informacije o poslovanju preduzeća. Ne bi smelo da se dozvoli da, zbog informacija koje su dostupne javnosti, bude narušena konkurentska pozicija preduzeća, jer bi onda i sami akcionari bili ugorženi i, možda, na gubitku.

U slučaju likvidacije preduzeća, vlasnici običnih akcija imaju *pravo na srazmjeran dio likvidacione*

mase, ali tek nakon što su u celosti namirena potraživanja kreditora i potraživanja preferencijalnih akcionara preduzeća.

Pravo na transfer akcija podrazumeva pravo na njihovu prodaju. Radi se o tome da vlasnici običnih akcija mogu iste prodati drugim investitorima, bez traženja prethodne saglasnosti od strane menadžera ili drugih akcionara i na taj način osloboditi svoja uložena sredstva.

Pravo odlučivanja o važnim pitanjima za poslovanje preduzeća omogućava akcionarima da odlučuju na primer o: izmenama kapitalne strukture, spajanju ili deljenju preduzeća, i drugo.

Mogu da se razlikuju sledeće prednosti običnih akcija:

- sredstva pribavljanja emisijom običnih akcija se ne vraćaju,
- prodajom običnih akcija preduzeća povećava osnovni kapital u pasivi,
- zbog toga što obećavaju veći prinos i druga prava vlasnicima, prodaja običnih akcija je znatno atraktivnija od prodaje obveznica.

Pribavljanje finansijskih sredstava emisijom običnih akcija ima sledeće nedostatke:

- emisija običnih akcija može da dovede do gubitka kontrole nad preduzećem,
- emitovanje običnih akcija ima visoke troškove,
- emisija običnih akcija je skup oblik finansiranja,
- dividenda se isplaćuje iz oporezovanog dobitka a kamata ne.

Svaka obična akcija, kao i preferencijalna akcija, ima sledeće vrednosti:

- nominalnu,
- knjigovodstvenu,
- likvidacionu,
- tržišnu i
- stvarnu vrednost.

Nominalna vrednost obične akcije je uvedena kako bi se garantovalo da će emitent dobiti pravičnu cenu za deo imovine koji predstavlja akcija.

Knjigovodstvena vrednost obične akcije se definiše bilansnom terminologijom. Knjigovodstvena vrednost po akciji se izračunava na taj način što se od vrednosti ukupnih sredstava do koje se dolazi iz bilansa stanja, odbiju ukupne obaveze i preferencijalni akcijski kapital a dobijena razlika se podeli sa brojem emitovanih običnih akcija.

Likvidaciona vrednost obične akcije pojavljuje se u slučaju likvidacije akcionarskog preduzeća. Ova vrednost obične akcije najčešće se ne poklapa sa

njenom knjigovodstvenom vrednošću, iz razloga što imovina preduzeća može da bude prodana za manje od njene knjigovodstvene vrednosti, posebno kada su uključeni i troškovi likvidacije.

Tržišna vrednost obične akcije je tekuća cena po kojoj se obična akcija prodaje, odnosno kupuje na tržištu hartija od vrednosti. Ona se u pravilu, razlikuje od njene knjigovodstvene ili likvidacione vrednosti.

Stvarna vrednost, takođe poznata kao fundamentalna vrednost, je mera teorijske vrednosti neke imovine. To je ona vrednost koju bi hartije od vrednosti, uključujući i običnu akciju, trebale imati polazeći od čvrstih činjenica. Stvarana vrednost služi kao osnova za određivanje da li kupiti ili prodati finansijsku imovinu kada se uporedi sa njenom tržišnom vrednošću ili cenom.

Vrednovanje je proces u kojem investitor utvrđuje vrednost investicije koristeći koncept prinosa i rizika. Proces vrednovanja može se primenjivati na svaku investiciju koja stvara novčane tokove, bilo da se radi o akcijama, obveznicama, nekretninama itd. Diskontovana vrednost novčanih tokova je standardni pristup vrednovanju. Kod diskontovane vrednosti novčanih tokova, procenjena vrednost finansijske imovine je sadašnja vrednost očekivanih budućih novčanih tokova od te imovine. Rezultati vrednovanja diskontovanih novčanih tokova su tačni koliko i iznos i vremenski raspored očekivanih budućih novčanih tokova i zahtevanja stopa povrata. Za obične akcije novčani tokovi mogu biti dividende koje predstavljaju gotovinska plaćanja običnim akcionarima. Utvrđivanje vrednosti običnih akcija je dosta složeno. Ta složenost proizilazi iz činjenice što obične akcije nemaju unapred utvrđeno dospeće, a ni dividende koje se na njih isplaćuju nisu fiksno utvrđene, već zavise od visine ostvarenog neto dobitka i politike njegove raspodele.

Model diskontovanog novčanog toka, koji će primiti vlasnici običnih akcija kroz buduću distribuciju novčanih dividendi temeljni je model za vrednovanje običnih akcija. U zavisnosti od pretpostavljenog kretanja dividendi koje će neka akcija odbacivati u budućnosti razvijene su tri grupe modela za vrednovanje akcija, koje se zasnivaju na sadašnjoj vrednosti struje njenih budućih dividendi.

To su:

- model konstantnih dividendi,
- model konstantnog rasta dividendi,
- model varijabilnog rasta dividendi.

Model konstantnih dividendi za vrednovanje običnih akcija kroz sadašnju vrednost budućih dividendi je najjednostavniji, je je zasnovan na pretpostavci da dividende neće rasti. Drugim rečima, stopa rasta dividende u ovom modelu jednaka je nuli, pošto vlasnik obične akcije očekuje isplatu konstantnih dividendi u budućnosti.

Model konstantnog rasta dividendi poznat u literaturi kao *Gordonov model,*[506] polazi od pretpostavke da će dividende rasti uvek po istoj stopi. Prednost ovog modela je to što zanemaruje uticaj cikličnih kretanja na poslovanje preduzeća, jer dividende na obične akcije rastu po stalnoj stopi. Upravo je to i problem, zbog toga što ta stopa može da se menja u pojedinim godinama.

Za primenu Gordonovog modela vrednovanja akcija ili, modela sa više stopa rasta, od presudne je važnosti procena stope rasta. Ova procena može da se vrši na osnovu realizovanog kretanja dividendi u prošlosti i njenim prilagođavanjem očekivanim rezultatima u budućnosti.

Model varijabilnog rasta dividendi se primenjuje u slučajevima kada se predviđa rast dividendi u budućnosti. U tom slučaju, celokupna procena vrednosti obične akcije može da se sagleda realnije. Umesto rasta dividendi po konstantnoj stopi rasta, (g), u ovom modelu se pretpostavlja da će dividende rasti po različitim stopama (gl, g2, g3 itd.,) tokom vremena.

Pored toga što se do kapitala može doći emisijom običnih akcija, preduzeća i druge vrste emitenata do njega mogu doći i emisijom preferencijalnih akcija.

Preferencijalne akcije su *hibridne dugoročne hartije od vrednosti* koje se po svojim karakteristikama nalaze između običnih akcija i obveznica, a njihovi imaoci se nalaze između pravih vlasnika i kreditora preduzeća.

Osnovne karakteristike, po kojima su preferencijalne akcije slične sa obveznicama u odnosu na obične akcije, su: fiksna preferencijalna dividenda i preče pravo na neto dobitak i imovinu.

Preferencijalna dividenda se isplaćuje iz neto dobitka, isto kao i dividenda na obične akcije. U zavisnosti od toga za koga se vrši analiza finansijske strukture preduzeća, preferencijalne akcije se mogu tretirati kao eksterni izvor sopstvenog kapitala ili kao dug.

Kada se analiza finansijske strukture vrši za potrebe kupaca obveznica, tada bi se preferencijalne akcije prikazale kao eksterni izvor sopstvenog kapitala, s obzirom na to da neplaćanje preferencijalne dividende nema iste posedice za preduzeća kao neplaćanje kamate. Ako bi se analiza finansijske strukture vršila za potencijalne kupce običnih akcija, pri čemu se očekuje fluktuacija dobitaka izazvana hartijama od vrednosti sa fiksnim plaćanjima, preferencijalne akcije bi se mogle tretirati kao dug.

Osnovne karakteristike preferencijalnih akcija su:

- preče pravo na prinos i sredstva,
- nominalna vrednost,
- kumulativna dividenda, i
- konvertibilnost.

[506] Ovaj model se prepisuje *Mvron J. Gordon-u* prema njegovom radu *The Investment, Fiancing and Vahtation ofthe Corporation, Richard D.,* Irwin, Inc, Homewood, Illinois, 1962.

Finansiranje preferencijalnim akcijama donosi preduzeću emitentu nekoliko prednosti u odnosu na emisiju ostalih hartija od vrednosti.

Najvažnije prednosti su:

- za razliku od obveznica na koje se plaća kamata koja ne može da se odlaže, preferencijalna dividenda predstavlja fiksno plaćanje koje se može odlagati,
- emisija preferencijalnih akcija ne zahteva zalaganje imovine preduzeća, tako da imovina može da služi kao zaloga prilikom emisije obveznica, onda kada se to pokaže kao povoljnija alternativa,
- preferencijalne akcije su fleksibilne hartije od vrednosti u odnosu na obveznice,
- u slučaju kada postoji tendencija rasta neto dobitka, emisijom preferencijalnih umjesto običnih akcija obezbeđuje se veći prinos za obične akcionare, dok bi emisija običnih akcija uslovila jednako učešće dodatnih akcionara kako u dobitku tako i u upravljanju preduzećem.

Loša strana finansiranja preferencijalnim akcijama u odnosu na obveznice je u tome što su preferencijalne akcije skuplji izvor finansiranja. Različit tretman preferencijalne dividende i kamate prilikom oporezivanja je jedan od razloga zbog čega je preferencijalna akcija skuplji izvor finansiranja od obveznica. To je zbog toga što se kamata plaća iz dobitka pre oporezivanja i što umanjuje osnovicu za obračun poreza (dok se preferencijalna dividenda isplaćuje iz neto dobitka tako da preduzeće nema uštede u porezu). Takođe, preferencijalne akcije su skuplji izvor finansiranja od obveznice i zbog prečeg prava obvezničara u odnosu na preferencijalne akcionare, na sredstva preduzeća u slučaju njegove likvidacije.

Obveznice - su najznačajnije dužničke, odnosno kreditne hartije od vrednosti. Njihovom emisijom emitent dolazi do neophodnih sredstava i istovremeno preuzima na sebe obavezu da ih u utvrđenom roku vrati zajedno sa pripadajućim prinosom. Zbog toga se ove hartije i nazivaju kreditnim.

Obveznica se sastoji iz dva dela: plašta i kamatnih kupona.

Plašt sadrži sledeće elemente: oznaka da je obveznica i vrstu, naziv i sedište emitenta, oznaku da li glase na ime ili donosioca, nominalnu vrednost, naziv garanta, visinu emisije, oznaku serije i kontrolni broj. Kamatni kupon sadrži sledeće elemente: oznaku serije i broj kupona, visinu kamate, datum dospeća i način plaćanja kamate i faksimil potpisa i pečat.

Obveznice se koriste kao pogodna forma da bi se dugoročne potrebe za kapitalom razbile na manje iznose, što omogućava preduzeću emitentu da njihovom prodajom prikupi znatno veću sumu novca nego što bi se to moglo dobiti iz samo jednog kreditnog izvora. Ono po čemu se obveznice, radi prikupljanja novca, razlikuje od drugih vrsta zajmova je to što su prenosive.

Finansiranje dugoročnim obveznicama donosi preduzeću emitentu određene prednosti:

- troškovi duga su definitivno ograničeni na iznos glavnice i kamate koji se isplaćuju vlasnicima obveznica,

- troškovi duga su znatno niži od troškova kapitala,
- vlasnici obveznica nemaju pravo glasa i vlasništva nad preduzećem,
- plaćanje obaveze po osnovu kamata na emitovanje obveznice tretira se kao trošak poslovanja za preduzeće,
- korišćenje obveznice uz uvođenje tzv. Call odredbe u ugovor o kreditu unosi veliki stepen fleksibilnosti u finansijsku strukturu preduzeća.

Korišćenje duga u strukturi kapitala odnosno finansiranja dugoročnim obveznicama ima i određene nedostatke za emitenta.

Nedostaci finansiranja obveznicama su sledeći:

- preduzeća su obavezna da vrše isplatu kamata i glavnice vlasnicima obveznica bez obzira na poslovne rezultate,
- veće učešće duga u finansiranju zahteva i veće stope prinosa akcionarskog kapitala,
- dug obično ima fiksni rok dospeća pa menadžeri moraju o tome da vode računa,
- dug predstavlja dugoročnu obavezu koja sa sobom nosi izvestan rizik.

Potrebno je razlikovati nominalnu i tržišnu vrednost obveznica.

Nominalna vrednost predstavlja osnovnu vrednost obveznice i ona označava iznos obaveze emitenta na osnovu njihove emisije. To je ona vrednost koja će biti isplaćena vlasnicima obveznica na dan njihovog dospeća.

Tržišna vrednost obveznica predstavlja cenu koja se formira na sekundarnim tržištima obveznica i izražava se kao procenat njene nominalne vrednosti.

Faktori - koji utiču na potraživanje obveznica odnose se na:[507]

- promene kreditnog statusa,
- preostalo vreme do roka dospeća,
- očekivanja investitora u pogledu stope inflacije,
- promene kamatnih stopa,
- kretanje deviznih tečajeva.

Navedeni faktori nose u sebi određene rizike sa kojima se vlasnici obveznica moraju da računaju. Rizici su: kreditni rizik, inflacijski rizik, rizik kamatne stope i tečajni rizik. Postoje tri tipa obveznica:

1. obveznice sa nultim kuponom,
2. obveznice sa kuponima,
3. obveznice koje nikad ne dospevaju.

Određivanje vrednosti obveznica sa nultim kuponom - najprostiji je tip obveznice. Za ovaj tip obveznica je karakteristično da ona svojim vlasnicima donosi samo jedno plaćanje u budućnosti. To plaćanje će se obaviti na dan dospeća obveznice i ono je jednako nominalnoj vrednosti obveznice.

Određivanje vrednosti obveznica sa kuponima - najčešće su obveznice koje se susreću na tržištu kapitala. Za ovaj tip obveznica je karakteristično da svo-

[507] Foley, B. J., Tržište kapitala, Mate, Zagreb, 1998, str. 78.

jim vlasnicima donosi periodičnu isplatu kamate. Zbog toga, pri izračunavanju ovog tipa obveznica neophodno je izvršiti diskontovanje svih njenih budućih plaćanja.

Određivanje vrednosti obveznica koje nikad ne dospevaju - za ovaj tip je karakteristično da one svojim vlasnicima donose isplatu bez ograničenja odnosno bez nekog krajnjeg roka dospeća.

Kuponska kamatna stopa je ugovorena kamatna stopa koja se primenjuje na nominalnu vrednost obveznice.

Pored kuponske kamatne stope postoji i tržišna kamatna stopa koja se definiše kao prinos do dospeća.

Prinos do dospeća pokazuje koliko investitor može da zaradi držanjem obveznice po tržišnoj ceni do momenta njenog dospeća. Stopa prinosa do dospeća može da se izračuna metodom interne stope prinosa. Radi se o tome da se sukcesivnim iteracijama diskontuju novčani prilivi od obveznice za različite diskontne stope sve dok se ne pronađe ona stopa uz koju je diskontovana vrednost tih novčanih priliva od obveznice jednaka njenoj tekućoj tržišnoj vrednosti.

Za pojedinačne investitore rangiranje obveznica predstavlja način za ocenu verovatnoće da dužnik neće izvršiti obaveze po osnovu emitovanih obveznica.

Najvažniji faktori od kojih zavisi rejting obveznica emitenta su:

- odnos duga i akcionarskog kapitala,
- varijabilitet u kretanju prihoda emitenta,
- veličina emisije hartija instrumenata duga,

Lizing - potiče od engleskog glagola *to lease* koji označava da se nešto daje u zakup ili najam odnosno eng. imenice *lease* koja znači najam ili zakup. Predmet zakupa je najčešće oprema, nepokretna dobra, brodovi, avioni, skupoceni uređaji, vozila, itd.

Pod ugovorom o lizingu podrazumeva se takav ugovor kojim se davalac lizinga obavezuje da preda stvar na korišćenje korisniku lizinga za određeno vreme a korisnik se obavezuje da plati određenu naknadu u ratama s tim da po isteku roka vrati stvar davaocu lizinga, produži korišćenje ili je otkupi.

Bitni elementi ugovora o lizingu su: ugovorne strane, predmet ugovora o lizingu, cena korišćenja predmeta lizinga, i rokovi plaćanja.

Prema trajanju ugovora o lizingu, odnosno, prema tome da li se ugovor o lizingu može otkazati u toku ugovorenog perioda razlikujemo:

- poslovni,
- finansijski lizing.

Kod *poslovnog lizinga* rok na koji se zakup ugovara je kraći od predviđenog ekonomskog veka trajanja sredstva. Ugovor o poslovnom lizingu često sadrži klauzulu o opozivu tako da se prema opciji zakupca može otkazati pre isteka roka zakupa, s tim što zakupac mora da plati ugovorenu premiju za opoziv kako bi zakupodavac bio obeštećen. Ugovorom o poslovnom lizingu može se dati i takva opcija zakupcu da nakon isteka roka on obnovi zakup ili kupi ta sredstva po ugovorenoj ceni. Ugovor o poslovnom lizingu sadrži obavezno klauzulu o održa-

vanju sredstava, kojom se zakupodavac obavezuje da održava sredstva da ih osigura i da plati porez pri nabavci sredstava koja su predmet lizinga. Pošto se u bilansu stanja korisnika lizinga ne pojavljuje nikakva imovina ili obaveze u vezi sa zakupom, poslovni lizing se ponekad naziva i vanbilansno poslovanje.[508]

Kod *flnansijskog lizinga,* koji je po pravilu dugoročan, korisnik lizinga može da otkaže ugovor o lizingu u okviru baznog perioda. Za ovu vrstu lizinga je karakteristično i to da ukupan iznos naknade koju plaća korisnik lizinga u baznom periodu premašuju iznos nabavne cene sredstava koja se daje u lizing za iznos naknade finansiranja nabavke sredstava baš kao što suma anuiteta po investicionom kreditu premašuje iznos nominalne vrednosti kredita za iznos kamate koje se plaćaju kao naknada za ustupljena sredstva.

U zavisnosti od toga da li se lizing obezbeđuje od proizvođača neposredno korisniku ili preko posrednika kao specijalizovane organizacije koja se bavi lizing poslovima razlikujemo: *direktni i indirektni lizing.*

Direktni lizing - se prvi pojavio u praksi. Kod ovog oblika lizinga učestvuju dve strane: proizvođač opreme, koji je ujedno i davalac opreme u zakup i korisnik lizinga. S obzirom da proizvođač opreme direktno daje u zakup opremu korisniku lizinga, izbegavaju se troškovi posredovanja.

Indirektni lizing - je najčešće korišćeni oblik lizinga u praksi. Kada specijalizovana lizing organizacija kupuje opremu od proizvođača na osnovu zahteva korisnika lizinga a nakon toga sklapa ugovor o lizingu sa korisnikom lizinga, tada se radi o indirektnom lizingu. Iz toga proizilazi da u indirektnom lizingu učestvuju tri strane: proizvođač, odnosno, isporučilac lizinga, finansijer kao davalac lizinga i primalac ili korisnik lizinga. U okviru indirektnog lizinga može da se razlikuje: lizing opreme, lizing nepokretnih dobara i međunarodni lizing.

Prednosti za korisnike lizinga aranžmana sastoje su:

- korišćenjem lizinga ne mora da se angažuju sopstvena sredstva, odnosno, ne mora se dugoročno zaduživati,
- nabavkom opreme putem lizinga ne kvari se struktura kapitala i ne kvari se dugoročna finansijska ravnoteža,
- lizing omogućava brže pribavljanje potrebne imovine u odnosu na klasičnu kupovinu,
- lizing omogućava da se koristi najsavremenija oprema,
- naknada koja se plaća za lizing, po svom karakteru, ili je neposredni trošak ili se razgraničava na više godina,
- lizingom se smanjuje i često potpuno eliminiše rizik zastarevanja opreme,
- lizing omogućava veću troškovnu elastičnost,

[508] Meigs, R. F., Meigs, W. B., *Računovodstvo: Temelj poslovnog odlučivanja,* deveto izdanje, prevod, Mate, Zagreb, 1999, str. 750.

- davalac lizinga u pravilu ne zahteva nikakvo sredstvo za obezbeđenja, osim u slučaju lošeg boniteta primaoca lizinga, kada davalac lizinga može da traži bankarsku garanciju,

Pored pozitivnih strana lizing aranžmani za korisnike imaju i određene *nedostatke* kao što su:

- lizing predstavlja skup izvora finansiranja,
- ukoliko se radi o finansijskom lizingu a dođe do problema u realizaciji i naplati kod korisnika, naknada po osnovi lizinga mora da se plati a imovina ne može da se vratiti davaocu,
- istekom zakupa određene imovine davalac istu može da proda,
- ugovor o lizingu je često neelastičan posebno u pogledu roka, visine zakupnine i mogućnosti raskida ugovora.

Franšiza - potiče od francuske reči *franchise,* što znači povlastica, privilegija. Privilegija se odnosi na ekskluzivno pravo da jedno preduzeće obavlja određene vrste poslova prema određenim pravilima drugog preduzeća. Franšizing poslovi su se pojavili krajem devetnaestog i početkom dvadesetog veka u SAD-u.

Postoje dve vrste franšizing poslova:

1. poslovni (prometni), i
2. proizvodni (industrijski) franšizing.

Poslovni fransizing se odnosi na prodaju robe preko maloprodajne mreže krajnjim korisnicima. Ova vrsta franšizing posla pokazala se veoma uspšnom u distribuciji automobila, naftnih derivata, modne odeće i sl.[509]

Suština ove vrste franšizing aranžmana je u tome što davalac franšizinga ugovorom o franšizingu prenosi ekskluzivno pravo prodaje te robe na drugo preduzeće tokom određenog perioda i na izabranom lokalitetu.

Proizvodni franšizing obuhvata, pored prava na prodaju proizvoda davaoca, i pravo na proizvodnju tog proizvoda od strane korisnika franšizinga. Kod ove vrste franšizinga proizvodnja se približava mestu prodaje, što svakako značajno redukuje troškove transporta i čini proizvodnju konkurentnijom.

Kratkoročni izvori finansiranja neophodni su za izmirenje novčanih obaveza za koje se očekuje da će dospeti za plaćanje uskoro, u bliskoj budućnosti, najduže do jedne godine.

Kratkoročni izvori finansiranja - obično se klasifikuju na: neosigurane i osigurane, Neosigurani kratkoročni izvori finansiranja obuhvataju:[510]

- obaveze prema dobavljačima,
- ukalkulisane obaveze na teret troškova poslovanja,
- bankarske kredite,
- ostale izvore.

---

[509] O važnosti prometnog franšizinga najbolje govori podatak da je u SAD-u u 1988. god. franšizing činio 34% ukupne maloprodaje. Siropolis, N. C, *Menadžment malog preduzeća,* Prijevod, Mate, Zagreb, 1995, str. 129.

[510] Ross, S. A., Wasterfield, R. W., Jaffe, J., *Corporate Finance,* sixth edition, McGraw-Hill, New York, 2002.

Trgovački krediti - u redovnim poslovnim događajima preduzeća kupuju sirovine i materijal na kredit od drugih preduzeća evidentirajući dug kao obavezu prema dobavljačima. Potraživanja od kupaca jednog preduzeća mogu da se tretiraju kao trgovački krediti drugog preduzeća. Obaveza prema dobavljačima ili trgovački krediti predstavljaju jednu od najvećih pojedinačnih kategorija kratkoročnih kredita. Trgovački kredit je spontani izvor finansiranja koji nastaje kroz poslovne transakcije. Trgovački kredit je veoma važan izvor besplatnog finansiranja koji preduzeća trebaju shvatiti veoma ozbiljno.

Troškovi uzimanja kredita uključuju[511]: *cenu, mogući gubitak dobavljačevog goodmll-a, upravljanje i ograničenje.*

Četiri glavna faktora utiču na dužinu kreditnih rokova.

1. *Ekonomski karakter proizvoda.* Proizvodi sa visokim obrtom prodaje prodaju se uz relativno kratke kreditne rokove. Kupac će brzo preprodati proizvode generišući gotovinu koja će mu omogućiti isplatu dobavljača.

2. *Položaj prodavca.* Finansijski slabi prodavci moraju da zahtevaju gotovinu ili izuzetne kreditne rokove. U više industrija, varijacije u kreditnim rokovima mogu biti upotrebljene i kao sredstvo prodajne promocije.

3. *Položaj kupca.* Finansijski zvučni trgovci koji prodaju na kredit mogu lako da prihvate duže rokove. Neke klase trgovaca koje se smatraju prodavcima u posebno rizičnim područjima dobijaju produženje rokova kredita ali nude obilate propuste za podsticanje prevremenih plaćanja.

4. *Gotovinski popusti.* Je redukcija u ceni bazirana na plaćanju unutar zadatog perioda. Troškovi neiskorišćenog gotovinskog popusta često nadmašuju kamatnu stopu uz koju kupac može pozajmljivati tako da je važno da preduzeća budu oprezna u svojoj upotrebi trgovačkog kredita kao izvora finansiranja. Ako preduzeće pozajmi i uzima gotovinski popust, u toku ovog perioda račun obaveza u poslovnim knjigama ostaje smanjen.

Neosigurani kratkoročni krediti - su krediti koje komercijalne banke odobravaju na osnovu kreditne sposobnosti preduzeća, a to su:

- jednokratni krediti,
- kreditna linija i
- revolving krediti.

Jednokratne kredite prvenstveno dobijaju ona preduzeća čiji je kreditni bonitet pouzdan. Ova vrsta kredita se po pravilu, odobrava preduzećima kojima su finansijska sredstva neophodna samo na određeno vreme, a ne stalno. Kredit se formalno realizuje u vidu menice koju je dužno da potpiše preduzeće dužnik. Menična obaveza precizira uslove kreditiranja u pogledu roka trajanja kredita i ugovorene kamatne stope. Rok dospeća kredita uglavnom se kreće u rasponu od 30-90 dana a kamata se ugovara načelno u fiksnom procentu.

---

[511] McLaney, R. J., *Business Finance: Theory and Practice,* Pitman Publishing, London, 1997, st. 329.

Kreditna linija predstavlja ugovor između komercijalne banke i preduzeća kojim se utvrđuje maksimalan iznos neosiguranih kratkoročnih finansijskih sredstava koji će banka staviti na raspolaganje preduzeću u određenom periodu. Taj period po pravilu iznosi godinu dana.

Ovaj ugovor ne označava garantovan kredit već samo otvorenu mogućnost preduzeća da može da koristi kredit do određenog iznosa, ukoliko banka bude raspolagala dovoljnim sredstvima u vreme kada je kredit potreban preduzeću.

Sa stanovišta banke ugovor o kreditnoj liniji je atraktivan zato što eliminiše potrebu da ispisuje kreditnu sposobnost svaki put kada preduzeće traži kredit.

Da bi dobio kreditnu liniju preduzeće mora, uz formalan zahtev za otvaranje kredita, da podnese banci dokumente kao što su:

- plan gotovine,
- planirani bilans stanja,
- planirani bilans uspjeha i
- posljednje finansijske izvještaje.

Određivanje efektivne kamatne stope zavisi od ugovorene kamatne stope i metode naplate kamate od strane kreditora. Ako se kamata plaća po konačnom dospeću kredita ugovorena kamatna stopa jednaka je efektivnoj kamatnoj stopi. Ako preduzeće mora da plati kamatu unapred, što je karakteristika kredita koji je poznat pod nazivom diskontni kredit, efektivna kamatna stopa će porasti.

Revolving kredit predstavlja garantovanu kreditnu liniju. Potpisivanjem ugovora o revolving kreditu, komercijalna banka preuzima na sebe obavezu da će svom komintentu staviti na raspolaganje određeni iznos finansijskih sredstava u bilo koje vreme u okviru ugovorenog perioda. Pored redovne kamatne stope ugovor o revolving kreditu predviđa da preduzeće mora da plati komercijalnoj banci posebnu proviziju ako ne koristi pun iznos garantovanog kredita. Najčešća ta provizija iznosi 0,5% i obračunava se na prosečni godišnji saldo neiskorišćenog kredita.

Bolje je pozajmiti na nekoj nesigurnoj osnovi, ukoliko postoji izbor, pošto su knjigovodstveni troškovi osiguranja zajmova često visoki. Procena potencijalnog tražioca zajma može da ne bude dovoljno jaka da opravda zajam. Ako zajam može biti osiguran nekim oblikom pokrića zajmodavac će ga zahtevati za slučaj neizvršenja obaveza inače zajmodavac može prolongirati kredit neprihvatljivom preduzeću. Nekoliko različitih pokrića može biti uključeno: utržive akcije ili obveznice, zemljište ili građevine, oprema, zalihe i računi potraživanja od kupaca, i drugo.

Zajmovi podržani računima potraživanja od kupaca – uključuju ili zalaganje potraživanja ili prodaju potraživanja. Zalaganje računa potraživanja kupaca je karakteristično po tome što zajmodavac ne samo da ima pravo zadržavanja potraživanja već ima i pravo na regres od zajmoprimca. Ukoliko preduzeće koje je kupilo dobra ne plati, preduzeće prodavac mora da preuzme gubitak.

Finansijska institucija koja daje zajmove na osnovu osiguranja računima potraživanja je obično komercijalna banka. *Faktoring*[512], ili prodaja računa po-

[512] *Faktoring* potiče od eng. riječi Factor koji ima više značenja: agent, komisionar, posrednik

traživanja, uključuje kupovinu računa potraživanja od strane zajmodavca bez prava na regres od zajmoprimca. Kupac dobara je obavešten o prenosu i direktno plaća zajmodavcu.

Zajmovi podržani zalihama - kao instrument obezbeđenja kratkoročnih zajmova, zalihe se često koriste u praksi. Njihova atraktivnost jeste to što im je tržišna vrednost često veća od knjigovodstvene na bazi koje se procjenjuje vrednost kolateralne zaloge. Kao i kod zajma podržanog potraživanjima, zajmodavac određuje procenat odobrenja zajma u odnosu na tržišnu vrednost zaloge.

Zajmodavci određuju procenat odobrenja zajma razmatrajući utrživost trajnost, stabilnost tržišne cene, teškoće i trošak prodaje tih zaliha - kako bi se pokrio zajam.

Preduzeće kojem treba kratkoročni zajam, ponudiće zajmodavcu kao zalog bilo koju vrstu zaliha, dok će zajmodavac preferirati one zalihe koje su najbrže naplative, a to su zalihe sirovina, materijala i, najčešće, zalihe gotovih proizvoda.

Preuzimanje od strane zajmodavca opšteg prava raspolaganja ukupnim zalihama primenjuje se na ona preduzeća koja poseduju relativno stabilan nivo zaliha, čiji pojedinačni primerci nemaju visoke cene.

Pojedinačne zalihe kao kolateralna zaloga, sastoje se od skupocenih predmeta koji ostaju na raspolaganju preduzeću radi obavljanja njegove redovne poslovne aktivnosti. Ove zalihe kupuje preduzeće dužnik i prima zalihe u magacin, a zajmodavac vrši umesto njega plaćanje dobavljaču i sa svojim dužnikom potpisuje poseban ugovor o osiguranju zajma. U tom ugovoru je neophodno da se navedu založeni primerci zaliha sa njihovim opisom i serijskim brojevima.

Kratkoročni zajmovi na bazi potvrde o skladištenju zaliha pružaju zajmodavcu maksimalnu sigurnost u pogledu bezbednosti pozajmljenih sredstava. Zajmodavac odabire vrste zaliha koje će uzeti kao osiguranje za dati zajam i iste daje na čuvanje javnom skladištu u mestu dužnika ili uzvan mesta dužnika.

Akcije i obveznice koje po pravilu glase na donosioca, mogu da posluže kao solidan zalog za kratkoročni zajam, pogotovo ukoliko postoji za te hartije od vrednosti spremno tržište uz relativno stabilne cene. U tom slučaju zajmodavci odobravaju kratkoročne zajmove i do 90% od tekuće trošne vrednosti akcija ili obveznica. Zajmodavci preuzimaju založene hartije od vrednosti i iste mogu da likvidiraju u slučaju da dužnik ne izvršava svoje obaveze po dobijenom kratkoročnom zajmu.

Kratkoročni zajmovi, koji su odobreni avalom nekog trećeg lica, direktno zavise od boniteta avaliste i mogućnosti njegovog zaduživanja. U slučaju da preduzeće kao inicijalni dužnik postane kreditno nesposobno, tada otplatu zajma preuzima njegov avalista.

U ulozi avaliste mogu da se pojave kupci, dobavljači ili veliki akcionari kojima je od izuzetne važnosti opstanak i prosperitet dužnika.[513]

---

[513] Opširnije o tome videti: Foley, B. J., Tržište kapitala, MATE, Zagreb, 1998., Meigs, R. F., Meigs, W. B., *Računovodstvo: Temelj poslovnog odlučivanja,* deveto izdanje, prevod, MATE, Zagreb, 1999.,

17. INVESTICIONI FONDOVI

Ovim zakonom uređuje se:

1. organizovanje i upravljanje otvorenim investicionim fondovima (u daljem tekstu: otvoreni fond);
2. osnivanje i upravljanje zatvorenim investicionim fondovima (u daljem tekstu: zatvoreni fond);
3. osnivanje i upravljanje privatnim investicionim fondovima (u daljem tekstu: privatni fond);
4. osnivanje, delatnost i poslovanje društva za upravljanje investicionim fondovima (u daljem tekstu: društvo za upravljanje);
5. poslovi i dužnosti kastodi banke, u smislu ovog zakona;
6. nadležnost Komisije za hartije od vrednosti (u daljem tekstu: Komisija);
7. druga pitanja od značaja za oblast investicionih fondova.

Pojedini pojmovi, u smislu ovog zakona, imaju sledeća značenja:[514]

1. društvo za upravljanje investicionim fondovima - privredno društvo koje organizuje, osniva i upravlja investicionim fondovima, u skladu sa zakonom;
2. investicioni fond - institucija kolektivnog investiranja u okvira koje se prikupljaju i ulažu novčana sredstva u različite vrste imovine sa ciljem ostvarenja prihoda i smanjenja rizika ulaganja;
3. kastodi banka - banka koja vodi račun investicionog fonda i obavlja druge kastodi usluge za račun investicionog fonda, a u pogledu sredstava investicionog fonda postupa samo po nalozima društva za upravljanje koji su u skladu sa zakonom i prospektom investicionog fonda;
4. član, odnosno akcionar investicionog fonda - fizičko ili pravno lice na čije ime su registrovane investicione jedinice, odnosno akcije investicionog fonda;
5. investiciona jedinica - srazmerni obračunski udeo u ukupnoj neto imovini investicionog fonda;
6. kvalifikovano učesće - poseduje lice koje je posredno ili neposredno imalac akcija, odnosno drugih prava na osnovu kojih stiče više od 10% učešća u kapitalu ili glasačkih prava drugog lica;
7. prospekt - osnovni dokument investicionog fonda koji potencijalnim investitorima pruža potpune i jasne informacije za donošenje odluke o ulaganju;

McLanev, R., *Business Finance: Theory and Practice,* Pitman Publishing, London, 1997.,Orsag, S., Dedi, L. (2004). 'Nova paradigma i budžetiranje kapitala', u zborniku Računovodstvena i porezna reforma - integrativni faktor jedinstvenog privrednog prostora Bosne i Hercegovine, Neum, Bosna i Hercegovina, Ross, S. A., Wasterfield, R. W., Jaffe, J., *Corporate Finance,* sixth edition, McGraw-Hill, New York, 2002., Siropolis, N. C, *Menadžment malog preduzeća,* Prevod, MATE, Zagreb, 1995.,Vilogorac, E., *Finansiranje dioničkih društava,* magazin Prizma, 3/2002.,Von Bestenbostel, P., Dunskus, A., Gartner, M., Soltfrank, P., *Dionice i burze: savjeti za dioničko i burzovno poslovanje,* Informator, Zagreb, 1992.

[514] Vidi: Dr Predrag Kapor, Investicioni fondovi i investicije i hartije od vrednosti, Poslovni biro, Beograd, 2007. i Sl glasnik RS, br.46.od 2. juna 2006.

8. povezana lica - pravna lica koja su međusobno povezana upravljanjem, kapitalom ili na drugi način, radi postizanja zajedničkih poslovnih ciljeva, tako da poslovanje ili rezultati poslovanja jednog lica mogu bitno uticati na poslovanje, odnosno rezultate poslovanja drugog lica.

Povezanim licima, u smislu ovog zakona, smatraju se i lica koja su međusobno povezana:

- kao članovi porodice,
- tako da jedno lice, odnosno lica koja se smatraju povezanim licima, u skladu sa ovim članom, zajedno, posredno ili neposredno, učestvuju u drugom licu,
- tako da u oba lica učešće ima isto lice, odnosno lica koja se smatraju povezanim licima u skladu sa ovim članom,
- na način propisan za povezana lica zakonom kojim se uređuje pravni položaj privrednih društava,
- kao članovi uprave ili nadzornog odbora i članovi porodice tih lica;

9. članovi porodice, u smislu ovog zakona, jesu:

- supružnici, odnosno lica koja žive u vanbračnoj zajednici,
- potomci i preci u pravoj liniji neograničeno,
- srodnici do trećeg stepena srodstva, u po bočnoj liniji, uključujući i srodstvo po tazbini,
- usvojilac i usvojenici i potomci usvojenika,
- staralac i štićenici i potomci štićenika.

Pravno lice i preduzetnik ne mogu koristiti pojam "investicioni fond" niti pojam izveden iz tog pojma u svom poslovnom imenu ili nazivu, odnosno nazivu svog proizvoda ili usluge, osim ako te pojmove koriste na osnovu odredaba ovog zakona.

17.1. Društvo za upravljanje

Društvo za upravljanje osniva se isključivo kao zatvoreno akcionarsko društvo. Na društva za upravljanje primenjuju se odredbe zakona kojim se uređuju privredna društva, osim ako ovim zakonom nije drukčije određeno. Društvo za upravljanje:

- organizuje i upravlja otvorenim fondom;
- osniva i upravlja zatvorenim fondom;
- upravlja privatnim fondom.

Društvo za upravljanje ne može obavljati drugu delatnost osim napred navedenih delatnosti. Društvo za upravljanje upravlja investicionim fondom donošenjem investicionih odluka i vršenjem administrativnih i marketinških poslova i aktivnosti. Društvo za upravljanje može poveriti obavljanje administrativnih i marketinških poslova i aktivnosti drugim licima, pri čemu se odgovornost društva za upravljanje ne isključuje. Društvo za upravljanje može da organizuje, osniva i upravlja sa više investicionih fondova. Društvo za upravljanje je dužno da se u

svom poslovanju pridržava odredaba zakona kojim se uređuje tržište hartija od vrednosti, pravila sigurnog i dobrog poslovanja, korišćenja i saopštavanja privilegovanih informacija.Pravo glasa na osnovu akcija koje čine imovinu investicionog fonda ostvaruje društvo za upravljanje koje upravlja investicionim fondom. Društvo za upravljanje ne može, neposredno ili preko povezanih lica, imati učešće u kapitalu i upravljanju drugim pravnim licima i ne može sticati investicione jedinice, odnosno akcije investicionog fonda kojim upravlja.

Novčani deo osnovnog kapitala društva za upravljanje prilikom osnivanja iznosi najmanje 200.000 (dvesta hiljada) evra u dinarskoj protivvrednosti po srednjem kursu Narodne banke Srbije na dan uplate. Novčani deo osnovnog kapitala uplaćuje se na privremeni račun kod banke u celosti pre upisa društva za upravljanje u registar privrednih subjekata. Društvo za upravljanje dužno je da u svom poslovanju obezbedi da novčani deo osnovnog kapitala društva uvek bude u visini koja nije manja od dinarske protivvrednosti 200.000 (dvesta hiljada) evra.

U toku poslovanja društva za upravljanje novčani deo osnovnog kapitala se može držati i u hartijama od vrednosti sa rokom dospeća do jedne godine čiji je izdavalac Republika Srbija (u daljem tekstu: Republika) ili Narodna banka Srbije. Društvo za upravljanje je dužno da angažuje najmanje po jednog portfolio menadžera za svaki investicioni fond kojim upravlja i jednog ovlašćenog internog revizora, zaposlene na neodređeno vreme.

Portfolio menadžer može upravljati samo jednim investicionim fondom. Društvo za upravljanje je dužno da ispuni minimalne uslove organizacione i tehničke osposobljenosti, koje propisuje Komisija. Na izdavanje i oduzimanje dozvole za obavljanje poslova portfolio menadžera shodno se primenjuju odredbe zakona kojim se uređuje tržište hartija od vrednosti. U poslovnom imenu društva za upravljanje moraju biti sadržane reči “društvo za upravljanje investicionim fondom”. Pravno lice koje nije dobilo dozvolu za rad društva za upravljanje, ne može koristiti u pravnom prometu naziv “društvo za upravljanje investicionim fondom” ili drugi sličan naziv. Lice koje namerava da osnuje društvo za upravljanje dužno je da podnese Komisiji zahtev za izdavanje dozvole za rad društva za upravljanje (u daljem tekstu: dozvola za rad).

Domaća i strana fizička i pravna lica mogu osnovati društvo za upravljanje. Jedno domaće i strano fizičko i pravno lice i sa njim povezana lica ne može imati kvalifikovano učešće u više od jednog društva za upravljanje. Domaće pravno lice sa većinskim državnim, odnosno društvenim kapitalom ili drugo sa njim povezano lice, ne može biti osnivač društva za upravljanje. Izuzetno banke i društva za osiguranje sa većinskim državnim, odnosno društvenim kapitalom mogu biti osnivači društva za upravljanje. Lica koja, prilikom osnivanja ili u toku poslovanja društva za upravljanje, stiču kvalifikovano učešće moraju ispunjavati uslove zakona.Komisija donosi rešenje o izdavanju dozvole za rad i vodi Registar društava za upravljanje. Uz zahtev za izdavanje dozvole za rad podnosi se:

1. osnivački akt društva za upravljanje;

2. dokaz o uplati osnovnog kapitala na privremeni račun kod banke;
3. dokaz o poreklu osnivačkog kapitala;
4. pravila poslovanja društva za upravljanje;
5. organizacioni dijagram društva za upravljanje;
6. spisak akcionara po prezimenu, imenu i adresi, odnosno izvod iz registra privrednih subjekata za pravna lica – akcionare društva za upravljanje, odnosno overeni prevod izvoda iz registra za strana pravna lica;
7. dokaz o organizacionoj i tehničkoj osposobljenosti;
8. spisak lica koja će obavljati poslove portfolio menadžera i ovlašćenog internog revizora, sa dokazima o stručnim kvalifikacijama, kao i spisak predloženih članova uprave.

Kada su osnivači društva za upravljanje banke, društva za osiguranje, druge finansijske institucije, odnosno lica kontrolisana od njih podnosilac zahteva dužan je da Komisiji dostavi i izveštaj o bonitetu izdat od strane domaćeg, odnosno stranog organa nadležnog za kontrolu poslovanja banaka, društava za osiguranje i drugih finansijskih institucija. Komisija izdaje dozvolu za rad kada utvrdi valjanost zahteva i kada proceni da:

- je poreklo osnovnog kapitala jasno i nesumnjivo na osnovu priloženih dokaza;
- su dokazi uverljivi;
- struktura povezanih lica nije takva da onemogućava efikasno vršenje nadzora nad poslovanjem;
- se na osnovu dobijenih informacija može zaključiti da su lica koja poseduju kvalifikovano učešće podobna i pouzdana.

Komisija donosi rešenje o izdavanju dozvole za rad u roku od 30 dana od dana podnošenja zahteva, pošto utvrdi da su ispunjeni uslovi utvrđeni ovim zakonom i da će biti obezbeđena adekvatna zaštita interesa članova, odnosno akcionara investicionog fonda. Kada u društvu za upravljanje novo lice namerava da stekne kvalifikovano učešće dužno je da prethodno obavesti Komisiju koja vrši procenu i daje saglasnost. Na organe društva za upravljanje shodno se primenjuju odredbe zakona kojim se uređuju privredna društva, ukoliko ovim zakonom nije drukčije određeno.

Za direktora i člana uprave društva za upravljanje može biti izabrano lice koje nije pravnosnažno osuđivano za krivična dela protiv radnih odnosa, privrede, imovine, pravosuđa, javnog reda i pravnog saobraćaja, službene dužnosti, mita i korupcije, kao ni za krivična dela i privredne prestupe utvrđene zakonima kojima se uređuje tržište hartija od vrednosti, privatizacija, delatnost osiguranja, banaka i drugih finansijskih organizacija.Direktor i član uprave društva za upravljanje ne može biti lice koje je:

- član uprave ili zaposleni drugog društva za upravljanje;
- član uprave ili zaposleni kastodi banke sa kojom je društvo za upravljanje zaključilo ugovor;

- funkcioner, postavljeno, odnosno imenovano lice ili državni službenik;

Direktor i članovi uprave društva za upravljanje moraju imati visoku školsku spremu, s tim da direktor i najmanje jedna polovina članova uprave moraju imati najmanje tri godine radnog iskustva stečenog u obavljanju poslova u vezi sa hartijama od vrednosti u zemlji ili inostranstvu na poslovima:

- u brokersko-dilerskom društvu;
- na berzi hartija od vrednosti, odnosno finansijskih derivata;
- u banci;
- u društvu za upravljanje investicionim ili dobrovoljnim penzijskim fondovima;
- u društvu za osiguranje;
- u centralnoj banci ili drugom državnom organu ili organizaciji;
- u pravnom licu koje poslove u vezi sa hartijama od vrednosti obavlja za račun države kao poverene poslove.

Komisija daje saglasnost na izbor predloženih članova uprave i direktora društva za upravljanje. Komisija donosi rešenje o davanju saglasnosti na izbor predloženih članova uprave i direktora društva za upravljanje na osnovu dokaza da su ispunjeni uslovi i kada proceni da su predloženi članovi uprave i direktor podobni i pouzdani. Kada odlučuje o davanju saglasnosti. Komisija može, ukoliko je to neophodno, zatražiti od predloženih članova uprave i direktora da lično dođu na intervju. Komisija povlači saglasnost za izbor direktora, odnosno člana uprave društva za upravljanje kada utvrdi da je:

1. odluka doneta na osnovu neistinitih i netačnih podataka;
2. u međuvremenu prestao da ispunjava uslove;
3. izvršio težu povredu odredaba ovog zakona, pravila poslovnog morala, savesnog poslovanja i pravila o upravljanju rizikom ili na drugi način teže ugrozio interese članova, odnosno akcionara investicionog fonda kojim upravlja to društvo za upravljanje;
4. pravnosnažnim rešenjem oglašen poslovno nesposobnim.

Od dana dostavljanja rešenja kojim mu je povučena saglasnost, direktor, odnosno član uprave ne može vršiti bilo kakvu funkciju u društvu za upravljanje. Direktor i članovi uprave društva za upravljanje, zaposlena lica društva za upravljanje i povezana lica tog društva dužna su da čuvaju kao poslovnu tajnu i ne mogu davati informacije o:

- investicionom fondu ili društvu za upravljanje tim fondom koje bi mogle stvoriti pogrešnu predstavu o poslovanju društva, odnosno investicionog fonda;
- budućim aktivnostima i poslovnim planovima društva za upravljanje, osim u slučajevima predviđenim zakonom;
- stanju i prometu na računima investicionog fonda i njegovih članova;
- drugim podacima koji su od značaja za poslovanje investicionog fonda, a koje su saznali u obavljanju poslova društva za upravljanje.

Pravilima poslovanja društva za upravljanje uređuju se:

1. poslovi koje obavlja društvo za upravljanje, uslovi i način njihovog obavljanja;
2. međusobni odnosi društva za upravljanje i članova, odnosno akcionara investicionog fonda;
3. način i uslovi pod kojima članovi uprave i zaposleni u društvu za upravljanje mogu ulagati svoja sredstva u investicione fondove kojima upravlja društvo za upravljanje;
4. administrativne i računovodstvene procedure;
5. kontrolne i sigurnosne mere za obradu podataka i njihovo čuvanje;
6. sistem interne kontrole;
7. procedure za sprečavanje konflikta interesa i mere kojima se sprečava da društvo za upravljanje koristi imovinu investicionog fonda za sopstveni račun;
8. mere za sprečavanje zloupotrebe privilegovanih informacija;
9. druga pitanja od značaja za poslovanje društva za upravljanje.

Društvo za upravljanje je dužno da obaveštava sve članove, odnosno akcionare investicionog fonda o izmenama pravila poslovanja i drugih opštih akata, najkasnije 30 dana pre početka njihove primene. Društvo za upravljanje je dužno da, u roku od osam dana, Komisiji dostavi izmenjena pravila poslovanja i druge opšte akte. Društvo za upravljanje je dužno da, u roku od 30 dana od dana prijema rešenja o izdavanju dozvole za rad i rešenja o davanju saglasnosti na odluku o izboru direktora i članova uprave društva za upravljanje, podnese registracionu prijavu u skladu sa zakonom kojim se uređuje registracija privrednih subjekata. Društvo za upravljanje je dužno da pre podnošenja prijave za upis promenjenog poslovnog imena i sedišta u registar privrednih subjekata obavesti Komisiju o promeni koju vrši.

Vođenje poslovnih knjiga i sastavljanje finansijskih izveštaja društva za upravljanje i investicionog fonda vrši se u skladu sa zakonom kojim se uređuje računovodstvo i revizija i podzakonskim aktima Komisije. Društvo za upravljanje je dužno da, u poslovnim knjigama i finansijskim izveštajima, odvojeno prikazuje podatke za svaki otvoreni fond kojim upravlja. Društvo za upravljanje je dužno da, odvojeno od svojih, vodi poslovne knjige i sastavlja finansijske izveštaje za investicioni fond kojim upravlja. Društvo za upravljanje je dužno da obezbedi eksternu reviziju finansijskih izveštaja. Društvo za upravljanje je dužno da Komisiji dostavlja:

- godišnje finansijske izveštaje za društvo i za investicione fondove kojim ono upravlja, sa izveštajem eksternog revizora do 31. marta tekuće godine za prethodnu godinu;
- polugodišnje finansijske izveštaje za Društvo i za investicione fondove kojim upravlja, sa izveštajem eksternog revizora do 31. avgusta tekuće godine za prvih šest meseci te godine;
- kvartalne izveštaje za svaki investicioni fond posebno do desetog dana u mesecu za prethodni kvartal koji sadrže podatke o:

a. hartijama od vrednosti koje čine imovinu investicionog fonda kojima se trgovalo, prema vrsti hartija od vrednosti i izdavaocima,
b. nepokretnostima koje čine imovinu investicionog fonda kojima se trgovalo, prema vrsti i mestu gde se one nalaze,
c. stanju novčanih depozita koji čine imovinu investicionog fonda, prema finansijskim organizacijama gde se depoziti nalaze,
d. datumima transakcija sredstava koja čine imovinu investicionog fonda i cenama po kojima su transakcije izvršene,
e. brokerskim naknadama, naknadama kastodi banke i drugim troškovima u vezi sa transakcijama,
f. vrednosti imovine investicionog fonda, broju investicionih jedinica i njihovoj pojedinačnoj vrednosti sa stanjem na dan poslednjeg radnog dana u kvartalu za koji se izveštaj dostavlja, odnosno broju upisanih akcija.

17.2. Investicioni fondovi

Otvoreni fond ima naziv. Zatvoreni i privatni fond imaju poslovno ime. Naziv i poslovno ime ne mogu biti u suprotnosti sa odabranim investicionim ciljem investicionog fonda. Naziv otvorenog fonda sadrži oznaku "otvoreni investicioni fond" ili skraćenicu "o.i.f." ili "oif". Poslovno ime zatvorenog fonda sadrži oznaku "zatvoreni investicioni fond" ili skraćenicu "z.i.f." ili "zif". Poslovno ime privatnog fonda sadrži oznaku "privatni investicioni fond" ili skraćenicu "p.i.f." ili "pif".

Domaća i strana pravna i fizička lica mogu ulagati u investicione fondove, u skladu sa odredbama ovog zakona.Društvo za upravljanje koje namerava da organizuje otvoreni, odnosno osnuje zatvoreni fond, dužno je da podnese Komisiji zahtev za izdavanje dozvole za organizovanje otvorenog, odnosno osnivanje zatvorenog fonda. Komisija donosi rešenje po zahtevu u roku od 30 dana od dana podnošenja zahteva.Uz zahtev za izdavanje dozvole podnosi se:

- nacrt prospekta i skraćenog prospekta investicionog fonda;
- nacrt osnivačkog akta zatvorenog fonda;
- nacrt ugovora sa kastodi bankom;
- spisak lica koja će obavljati poslove portfolio menadžera investicionog fonda koji se organizuje, odnosno osniva;
- nacrt ugovora o upravljanju zatvorenim fondom.

Komisija može zahtevati drugu dokumentaciju i obaveštenja od značaja za rad investicionog fonda. Ako Komisija utvrdi da je zahtev nepotpun ili nepravilan, ostavlja naknadni rok za dopunu ili otklanjanje nepravilnosti koji ne može biti duži od osam dana. Komisija izdaje dozvolu kada, uzimajući u obzir predložene investicione ciljeve, veličinu i druge bitne karakteristike investicionog fonda, proceni:

- da visina osnovnog kapitala društva za upravljanje omogućava održivo upravljanje investicionim fondom;

- da portfolio menadžeri koji će upravljati investicionim fondom poseduju dozvolu izdatu u skladu sa zakonom kojim, se uređuje tržište hartija od vrednosti;
- da će na adekvatan način biti zaštićeni interesi članova, odnosno akcionara investicionog fonda.

Investicioni fond smatra se organizovanim, odnosno osnovanim danom upisa u Registar investicionih fondova. Komisija izdaje izvod o upisu u Registar investicionih fondova kada se ispune sledeći uslovi:

- Komisija izda dozvolu za organizovanje otvorenog, odnosno dozvolu za osnivanje zatvorenog fonda;
- društvo za upravljanje zaključi ugovor sa kastodi bankom;
- društvo za upravljanje podnese dokaz o sakupljenim sredstvima u minimalnom iznosu na računu kod kastodi banke;
- organ, odnosno organizacija nadležna za vođenje privrednih registara izda izvod iz registra za zatvoreni fond.

U skladu sa odabranim investicionim ciljem investicioni fondovi mogu biti:

1. fond rasta vrednosti imovine;
2. fond prihoda;
3. balansirani fond;
4. fond očuvanja vrednosti imovine.

Investiciona politika investicionog fonda sadrži:

- način sprovođenja investicionog cilja,
- najveći i najmanji deo sredstava investicionog fonda koji se može ulagati u pojedine hartije od vrednosti i nekretnine;
- najveći deo sredstava koji se može držati na novčanom računu investicionog fonda;
- način izmene investicione politike.

Imovina investicionog fonda može se ulagati u:

- dužničke hartije od vrednosti koje izdaje Narodna banka Srbije, u skladu sa zakonom kojim se uređuje organizacija i nadležnost Narodne banke Srbije;
- dužničke hartije od vrednosti koje izdaju Republika, jedinice teritorijalne autonomije i lokalne samouprave u Republici i druga pravna lica uz garanciju Republike, u skladu sa zakonom kojim se uređuje javni dug;
- hartije od vrednosti koje izdaju međunarodne finansijske institucije;
- dužničke hartije od vrednosti koje izdaju države članice EU, OECD-a, odnosno susedne države, kojima se trguje na organizovanim tržištima u tim zemljama;
- hipotekarne obveznice koje se izdaju na teritoriji Republike;
- hartije od vrednosti koje izdaju pravna lica sa sedištem u Republici, kojima se trguje na organizovanom tržištu u Republici;
- hartije od vrednosti koje izdaju strana pravna lica, kojima se trguje na organizovanom tržištu u Republici;

- hartije od vrednosti koje izdaju pravna lica sa sedištem u državama članicama EU, OECD-a, odnosno susednim državama, kojima se trguje na organizovanim tržištima u tim zemljama;
- depozitne potvrde koje izdaju ovlašćene banke sa sedištem u Republici ili u državama članicama EU, odnosno OECD-a na osnovu deponovanih hartija od vrednosti;
- novčane depozite u bankama sa sedištem u Republici osnovanim u skladu sa zakonom kojim se uređuje poslovanje banaka i drugih finansijskih organizacija;
- novčane depozite u bankama u državama članicama EU, odnosno OECD-a;
- finansijske derivate kojima se trguje na organizovanom tržištu u Republici;
- finansijske derivate kojima se trguje na organizovanom tržištu u državama članicama EU, odnosno OECD-a;
- akcije zatvorenih fondova sa sedištem u Republici;
- akcije investicionih fondova sa sedištem u državama članicama EU, odnosno OECD-a, ukoliko se njihovim akcijama trguje na organizovanom tržištu;
- akcije akcionarskih društava registrovanih u Republici kojima se ne trguje na organizovanom tržištu;
- udele ortačkih, komanditnih i društava sa ograničenom odgovornošću registrovanih u Republici;
- nepokretnosti koje se nalaze na teritoriji Republike.

Komisija može propisati dodatne kriterijume za ulaganje imovine investicionog fonda u hartije od vrednosti u inostranstvu. Ulaganje u finansijske derivate dozvoljeno je isključivo radi smanjenja investicionog rizika i samo ukoliko investicioni fond ima dovoljno imovine da namiri obaveze koje iz finansijskog derivata mogu proisteći. Osnov ugovora o finansijskom derivatu mogu biti:
- hartije od vrednosti;
- berzanski indeksi formirani od hartija od vrednosti na berzi sa sedištem u Republici ili u državama članicama EU, odnosno OECD-a;
- strane valute i valutni kursevi;
- kamatne stope.

Na ulaganja imovine primenjuju se sledeća ograničenja:
- do 10% imovine investicionog fonda može se ulagati u hartije od vrednosti, odnosno finansijske derivate jednog izdavaoca ili ukupno u hartije od vrednosti, odnosno finansijske derivate dva ili više izdavalaca koji su povezana lica;
- do 20% imovine investicionog fonda može se ulagati u novčane depozite u jednoj banci ili ukupno u novčane depozite u dve ili više banaka koje su povezana lica;
- imovina investicionog fonda ne može se ulagati u pokretne stvari.

U jednu vrstu hartija od vrednosti koje izdaje Republika, Narodna banka Srbije, odnosno drugo pravno lice uz garanciju Republike, može se ulagati do 35% imovine investicionog fonda. Imovina investicionog fonda ne može se ulagati u hartije od vrednosti i druge finansijske instrumente koje izdaje:

- društvo za upravljanje;
- banka koja obavlja kastodi usluge za investicioni fond;
- brokersko-dilersko društvo, odnosno ovlašćena banka koja za drušrvo za upravljanje obavlja poslove posredovanja u trgovanju hartijama od vrednosti;
- akcionar društva za upravljanje;
- povezano lice.

Imovina investicionog fonda mora se ulagati u skladu sa ograničenjima ulaganja predviđenih ovim zakonom i prospektom investicionog fonda. Imovina investicionog fonda se drži odvojeno od imovine društva za upravljanje i imovine kastodi banke. Imovina investicionog fonda ne može biti predmet zaloge, ne može se uključiti u likvidacionu ili stečajnu masu društva za upravljanje niti kastodi banke niti može biti predmet prinudne naplate u cilju namirivanja potraživanja prema društvu za upravljanje, investicionom fondu i kastodi banci. Društvo za upravljanje i sa njim povezana lica ne mogu zaključivati ugovore sa investicionim fondom kojim upravlja to društvo, osim ugovora o upravljanju. Vrednost imovine investicionog fonda čini zbir vrednosti hartija od vrednosti iz portfolija fonda, nekretnina u vlasništvu fonda, depozita novčanih sredstava fonda kod banaka i druge imovine. Vrednost imovine investicionog fonda se obračunava prema tržišnoj vrednosti. Neto vrednost imovine investicionog fonda predstavlja vrednost imovine umanjenu za iznos obaveza. Neto vrednost imovine investicionog fonda obračunava društvo za upravljanje i dostavlja ga kastodi banci kod koje se vodi račun investicionog fonda.

Kastodi banka vrši kontrolu i potvrđivanje obračunate neto vrednosti imovine investicionog fonda.

Društvo za upravljanje je dužno da objavljuje prinos investicionog fonda dva puta godišnje, zaključno na dan 30. juna, odnosno 31. decembra tekuće godine. Prinos se izračunava za poslednjih 12 meseci do dana objavljivanja, odnosno kumulativno za period od pet godina i od početka poslovanja. Prinos se izračunava kao neto prinos, odnosno nakon odbitka naknada i troškova.

Izuzetno, prinos od ulaganja tokom cele prve godine poslovanja se ne objavljuje.

Prinos se objavljuje u najmanje jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike sa tiražom od najmanje 100.000 primeraka, kao i na internet stranici društva za upravljanje ili investicionog fonda. Komisija propisuje način izračunavanja prinosa investicionog fonda, uključujući načela zaokruživanja vrednosti.

Investicioni fond ima prospekt i skraćeni prospekt. Skraćeni prospekt se isključivo koristi radi oglašavanja investicionog fonda i mora odgovarati sadržini prospekta. Prospekt mora sadržati sve informacije na osnovu kojih potencijalni investitori mogu steći jasnu predstavu o investicionom fondu i doneti najpovoljniju

odluku o ulaganju. Prilikom pristupanja investicionom fondu, lice koje pristupa potpisuje izjavu kojom potvrđuje da u potpunosti razume prospekt, kao i vrste i način naplaćivanja naknada.

Prospekt investicionog fonda sadrži:

- podatke o investicionom fondu;
- podatke o društvu za upravljanje;
- poslovno ime i sedište kastodi banke;
- podatke o naknadama i troškovima koji padaju na teret investicionog fonda;
- datum izdavanja prospekta.
- Podaci o investicionom fondu su:
- naziv investicionog fonda;
- vrsta investicionog fonda;
- datum organizovanja, odnosno osnivanja investicionog fonda i rok na koji se organizuje, odnosno osniva, ukoliko se organizuje, odnosno osniva na određeno vreme;
- vreme i mesto gde se može izvršiti uvid u finansijske izveštaje investicionog fonda;
- poreski tretman investicionog fonda, odnosno članova i akcionara investicionog fonda - poreske stope i osnovice i način njihovog obračunavanja;
- opis odabranog investicionog cilja, investiciona politika i glavni rizici u vezi sa njom, odnosno kategorija zatvorenog fonda;
- kriterijumi za obrazovanje i diversifikaciju portfolija hartija od vrednosti;
- trenutna struktura imovine investicionog fonda, i to:
  - procentualno učešće hartija od vrednosti prema vrsti hartija od vrednosti, nazivu i sedištu izdavaoca i nazivu i sedištu organizovanog tržišta na kome se trguje tim hartijama, kada takve hartije od vrednosti čine više od 1% ukupne vrednosti imovine investicionog fonda,
  - procentualno učešće novčanih depozita prema nazivu i sedištu banke kod koje su deponovana novčana sredstva, kada depoziti u toj banci čine više od 1% ukupne vrednosti imovine investicionog fonda,
  - procentualno učešće nepokretnosti prema vrsti i mestu gde se nepokretnost nalazi;
- neto prinos investicionog fonda;
- podaci o visini naknada i troškova:
  1. naknade za upravljanje društvu za upravljanje za prethodnu godinu, izraženu kao procenat vrednosti imovine investicionog fonda,
  2. iznos troškova kupovine i prodaje hartija od vrednosti, troškova kastodi banke i eksterne revizije na teret imovine investicionog fonda za prethodnu godinu, izraženu kao procenat vrednosti imovine investicionog fonda,

3. pokazatelj ukupnih troškova koji se izračunava tako što se ukupan iznos naknade za upravljanje i troškova na teret imovine investicionog fonda podeli sa vrednošću imovine investicionog fonda;

- vreme i mesto gde se investicione jedinice mogu kupovati i otkupljivati i način obračuna cene prilikom otkupa, odnosno broj i način upisa akcija zatvorenog fonda;
- vreme i način raspodele prihoda, odnosno dobiti, ukoliko se raspodeljuju;
- vreme i mesto gde se objavljuju podaci o vrednosti investicionih jedinica i način obračuna, odnosno neto vrednost imovine po akciji zatvorenog fonda i njena tržišna cena;
- način obaveštavanja članova, odnosno akcionara investicionog fonda o promenama investicione politike;
- način obaveštavanja članova investicionog fonda o promenama pravilnika o tarifi;
- osnovi za raspuštanje investicionog fonda i pojedinosti o raspuštanju, naročito u vezi sa pravima članova, odnosno akcionara investicionog fonda.

Podaci o društvu za upravljanje su:

1. poslovno ime, sedište i registracioni broj društva za upravljanje;
2. ime i ovlašćenja direktora i članova uprave društva za upravljanje;
3. imena i adrese akcionara koji poseduju kvalifikovano učešće;
4. visina osnovnog kapitala društva za upravljanje;
5. spisak i vrsta svih investicionih fondova, ukoliko društvo za upravljanje upravlja sa više investicionih fondova;
6. poslovno ime i sedište preduzeća za reviziju koje vrši eksternu reviziju finansijskih izveštaja društva za upravljanje i investicionog fonda;
7. vreme i mesto gde se može izvršiti uvid u opšte akte i finansijske izveštaje društva za upravljanje.

Tekst prospekta i skraćenog prospekta ne sme sadržati netačne podatke, odnosno podatke koji mogu stvoriti pogrešnu predstavu u pogledu vrednosti imovine investicionog fonda, vrednosti investicionih jedinica i drugih činjenica vezanih za poslovanje investicionog fonda.

Kada nastupe značajnije promene usled kojih podaci u prospektu i skraćenom prospektu ne odgovaraju stvarnom stanju, društvo za upravljanje je dužno da, u roku od tri dana od dana nastanka takvih okolnosti, dostavi Komisiji, radi davanja odobrenja, izmenjeni prospekt investicionog fonda. Radi pozivanja na pristupanje investicionom fondu, isključivo društvo za upravljanje može javno oglašavati investicioni fond kojim upravlja, putem objavljivanja oglasa, javnih poziva i reklamnih materijala ili na drugi način. Tekst oglasa, odnosno poziva ne sme sadržati netačne informacije, odnosno informacije koje mogu stvoriti pogrešnu predstavu o uslovima ulaganja i poslovanju investicionog fonda. Pri upoređivanju sa ostalim investicionim fondovima, društvo za upravljanje mora da pruži jasnu sliku o investicionom fondu koji oglašava i ostalim investicionim fondovi-

ma. Društvo za upravljanje može neposredno ili preko posrednika pružati prodajne usluge. Prodajnim uslugama smatra se pružanje informacija o modalitetima i načinu ulaganja u investicioni fond, podela prospekta i posredovanje pri kupovini, odnosno prodaji investicionih jedinica. Posrednici mogu biti banke i brokersko-dilerska društva. Za postupke i štetu koju prilikom pružanja prodajnih usluga pričine posrednici, pored njih odgovara i društvo za upravljanje.

17.3. Otvoreni invesicioni fondovi

Otvoreni fond funkcioniše na principu prikupljanja novčanih sredstava putem izdavanja investicionih jedinica i otkupa investicionih jedinica na zahtev člana fonda. Otvoreni fond nema svojstvo pravnog lica. Minimalna novčana sredstva za otpočinjanje poslovanja otvorenog fonda ne mogu biti manja od 200.000 (dvestahiljada) evra u dinarskoj protivvrednosti po srednjem kursu Narodne banke Srbije na dan uplate i moraju se uplatiti na račun kod kastodi banke u roku od tri meseca od dana upućivanja javnog poziva za kupovinu investicionih jedinica. U slučaju da se ne prikupe novčana sredstva u iznosu i u roku, kastodi banka je dužna da u roku od osam dana izvrši povraćaj prikupljenih sredstva. Imovina otvorenog fonda je u svojini članova fonda. Imovina otvorenog fonda može se ulagati isključivo u imovinu. Otvoreni fond ne može sticati više od 20% vlasničkog učešća, odnosno akcija sa pravom glasa jednog izdavaoca. Imovinom otvorenog fonda ne mogu se zauzimati kratke pozicije. Društvo za upravljanje donosi pravilnik o tarifi za svaki otvoreni fond posebno i naplaćuje naknade u skladu sa njim. Društvo za upravljanje može naplaćivati naknadu za kupovinu i naknadu za otkup investicionih jedinica od članova otvorenog fonda. Naknada za otkup investicionih jedinica iznosi najviše 1% vrednosti investicionih jedinica koje se otkupljuju. Iz imovine otvorenog fonda mogu se naplaćivati:

1. naknada društvu za upravljanje za upravljanje imovinom fonda;
2. troškovi kupovine i prodaje hartija od vrednosti;
3. troškovi kastodi banke;
4. troškovi eksterne revizije.

Utvrđivanje neto vrednosti imovine otvorenog fonda po investicionoj jedinici se vrši svakog radnog dana i objavljuje u najmanje jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike sa tiražom od najmanje 100.000 primeraka, kao i internet stranici društva za upravljanje ili otvorenog fonda.

Sticalac investicione jedinice ima sledeća prava:

1. pravo na srazmerni deo prihoda;
2. pravo na otkup;
3. pravo na srazmerni deo imovine otvorenog fonda u slučaju raspuštanja;
4. druga prava, u skladu sa ovim zakonom.

Investicione jedinice otvorenog fonda daju ista prava članovima fonda. Investicione jedinice se ne mogu slobodno prenositi, osim po osnovu nasleđivanja i ugovora o poklonu. Društvo za upravljanje vodi registar investicionih jedinica i

evidentira svaku kupovinu i otkup investicionih jedinica. Sticanje investicionih jedinica može se vršiti isključivo kupovinom u novcu. Cena investicione jedinice sastoji se od neto vrednosti imovine otvorenog fonda po investicionoj jedinici na dan uplate, uvećane za naknadu za kupovinu ukoliko je društvo za upravljanje naplaćuje u skladu sa pravilnikom o tarifi. Prilikom sticanja investicionih jedinica član otvorenog fonda ne može steći više od 10% neto vrednosti imovine otvorenog fonda. Prilikom sticanja investicionih jedinica društvo za upravljanje, odnosno posrednici izdaju potvrdu članu otvorenog fonda.

Otvoreni fond je dužan da otkupi investicione jedinice na način predviđen prospektom, a najkasnije u roku od pet dana od dana podnošenja zahteva člana fonda za otkup investicionih jedinica. Otkupna cena investicione jedinice sastoji se od neto vrednosti imovine otvorenog fonda po investicionoj jedinici na dan podnošenja zahteva umanjene za naknadu za otkup ukoliko je društvo za upravljanje naplaćuje u skladu sa pravilnikom o tarifi.

Društvo za upravljanje može naložiti kastodi banci da privremeno obustavi kupovinu i otkup investicionih jedinica otvorenog fonda radi zaštite interesa članova fonda kada usled vanrednih okolnosti dođe do nemogućnosti izračunavanja neto vrednosti imovine fonda, odnosno kada zahtevi za otkup investicionih jedinica u jednom danu iznose više od 10% vrednosti imovine fonda. Kastodi banka obustavlja kupovinu i otkup investicionih jedinica i o tome odmah obaveštava Komisiju. Komisija može zahtevati od društva za upravljanje da dostavi dokumentaciju i informacije neophodne za procenu opravdanosti odluke o obustavljanju. Ukoliko proceni da obustavljanje kupovine i otkupa investicionih jedinica otvorenog fonda ugrožava interese članova fonda, Komisija nalaže kastodi banci prestanak privremene obustave kupovine i otkupa investicionih jedinica i o tome obaveštava društvo za upravljanje. Društvo za upravljanje može, u svoje ime a za račun otvorenog fonda, uzeti kredit čiji je iznos do 10% vrednosti imovine fonda sa rokom otplate do 90 dana, isključivo radi održavanja potrebnog nivoa likvidnosti fonda.

Uzimanje kredita iz inostranstva za račun investicionog fonda vrši se u skladu sa zakonom kojim se uređuju kreditni poslovi sa inostranstvom. Društvo za upravljanje ugovorom u pisanoj formi može preneti pravo upravljanja otvorenim fondom na drugo društvo za upravljanje, uz prethodnu saglasnost Komisije. Društvo za upravljanje kome je preneto pravo upravljanja preuzima sva prava i obaveze koje ima društvo za upravljanje koje vrši prenos.

Spajanje otvorenih fondova se može vršiti spajanjem uz pripajanje i spajanjem uz organizovanje. Spajanjem uz pripajanje jedan otvoreni fond prestaje da postoji bez raspuštanja prenoseći drugom otvorenom fondu celu svoju imovinu i obaveze u zamenu za izdavanje investicionih jedinica članovima otvorenog fonda prestalog spajanjem od strane otvorenog fonda kojem se pripaja. Spajanjem uz organizovanje dva ili više otvorenih fondova prestaju da postoje bez raspuštanja prenoseći celu svoju imovinu i obaveze na novi otvoreni fond u zamenu za izdavanje investicionih jedinica članovima prestalih otvorenih fondova od strane no-

vog otvorenog fonda. Komisija daje saglasnost za spajanje otvorenih fondova. Društvo za upravljanje vodi evidenciju za svakog člana otvorenog fonda o broju investicionih jedinica u njegovom vlasništvu. Društvo za upravljanje dostavlja svakom članu otvorenog fonda zajedno sa izveštajima obaveštenje koje sadrži:

- broj investicionih jedinica u vlasništvu člana i njihovu pojedinačnu vrednost;
- ukupne iznose naknada sa datumima naplaćivanja u periodu za koji se podnosi izveštaj.

Društvo za upravljanje je dužno da, na zahtev člana otvorenog fonda, dostavi obaveštenje u roku od osam dana od dana podnošenja zahteva. Otvoreni fond ostvaruje prihode od kamata, dividendi i ostvarenih kapitalnih dobitaka. Društvo za upravljanje mora naznačiti u prospektu otvorenog fonda način raspodele prihoda. Raspodela prihoda može se vršiti samo u gotovom novcu. Članovi otvorenog fonda nemaju pravo da zahtevaju raspuštanje fonda Otvoreni fond se raspušta oduzimanjem dozvole za rad društvu za upravljanje, ukoliko se u roku od tri meseca ne izabere novo društvo za upravljanje. Otvoreni fond se raspušta i istekom roka kada je fond organizovan na određeno vreme. Naplata naknada i drugih troškova u vezi sa raspuštanjem fonda i otkupom investicionih jedinica vrši se na teret društva za upravljanje kada se fond raspušta usled oduzimanja dozvole za rad društvu za upravljanje, a kad to nije moguće - na teret otvorenog fonda.

Društvo za upravljanje prestaje da upravlja otvorenim fondom ako Komisija rešenjem oduzme dozvolu za rad tom društvu. U suprotnom slučaju, kastodi banka sa kojom društvo za upravljanje ima zaključen ugovor, do izbora novog društva za upravljanje a najduže tri meseca, obavlja samo neodložne poslove u vezi sa upravljanjem otvorenim fondom. Prilikom oduzimanja dozvole za rad društvu za upravljanje, Komisija odmah raspisuje javni poziv za izbor novog društva za upravljanje i donosi odluku o izboru u roku od dva meseca. Kastodi banka posle prijema odluke o raspuštanju otvorenog fonda obaveštava o tome javnost i članove fonda objavljivanjem oglasa u najmanje jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike sa tiražom od najmanje 100.000 primeraka, kao i na svojoj internet stranici, unovčava imovinu fonda i vrši isplate članovima fonda najkasnije u roku od šest meseci od donošenja odluke o raspuštanju fonda. Kastodi banka unovčava imovinu otvorenog fonda u najboljem interesu članova fonda.

Kastodi banka podnosi Komisiji izveštaj o raspuštanju otvorenog fonda na osnovu koga Komisija vrši brisanje fonda iz Registra investicionih fondova. Kastodi banka najmanje pet godina od raspuštanja otvorenog fonda čuva poslovne knjige i dokumentaciju otvorenog fonda, u skladu sa propisima kojima se uređuje arhivska građa. Kada je otvoreni fond osnovan na određeno vreme, istekom roka na koji je fond osnovan društvo za upravljanje sprovodi raspuštanje, unovčavanjem imovine i isplatom članovima fonda, u skladu sa prospektom fonda. Društvo za upravljanje, u roku od šest meseci od dana kada otvoreni fond prestaje sa radom, podnosi Komisiji izveštaj o raspuštanju fonda.

17.4. Zatvoreni investicioni fondovi

Zatvoreni fond je pravno lice organizovano kao otvoreno akcionarsko društvo. Zatvoreni fond prikuplja novčana sredstva prodajom akcija putem javne ponude. Društvo za upravljanje osniva i upravlja zatvorenim fondom.Društvo za upravljanje ima pravo na podmirenje troškova osnivanja iz imovine zatvorenog fonda do iznosa 2% vrednosti osnovnog kapitala pri osnivanju zatvorenog fonda. Na zatvorene fondove primenjuju se odredbe zakona kojim se uređuje tržište hartija od vrednosti i odredbe zakona kojim se uređuju privredna društva, ako ovim zakonom nije drukčije određeno. Utvrđivanje neto vrednosti imovine zatvorenog fonda po akciji vrši se najmanje jedanput mesečno i objavljuje u najmanje jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike sa tiražom od najmanje 100.000 primeraka, kao i na internet stranici društva za upravljanje ili zatvorenog fonda.

Imovina zatvorenog fonda može se ulagati u imovinu propisanu ovim zakonom. Zatvoreni fond ne može sticati više od 20% vlasničkog učešća, odnosno akcija sa pravom glasa jednog izdavaoca, odnosno dva ili više izdavaoca koji su povezana lica. Izuzetno, ne odnosi se na ulaganja u imovinu.

Komisija utvrđuje kategorizaciju zatvorenih fondova, kao i bliže uslove poslovanja za pojedine kategorije zatvorenih fondova. Ulaganja u nepokretnosti mogu biti ulaganja u zemljište, zgrade (poslovne, stambene, stambeno-poslovne, ekonomske i dr.) i posebne delove zgrada (stanovi, poslovne prostorije i dr.), koji su upisani u javnim knjigama o evidenciji nepokretnosti i pravima na njima, čiji prenos svojine nije ograničen i na kojima nije zasnovano pravo zaloge, pravo plodoužívanja, pravo upotrebe, pravo stanovanja ili pravo stvarnog tereta. U jednu nepokretnost može se uložiti najviše do 20% imovine zatvorenog fonda. Imovina zatvorenog fonda koja se sastoji od nepokretnosti upisuje se u knjige iz stava 1. ovog člana kao svojina fonda, uz navođenje naziva društva za upravljanje i evidentira se u kastodi banci.

Vrednost nepokretnosti u koje se ulaže imovina zatvorenog fonda obavezno procenjuje ovlašćeni procenjivač. Nepokretnosti moraju biti osigurane od svih rizika. Akcionari zatvorenog fonda nemaju pravo preče kupovine pri prodaji nepokretnosti. Zatvoreni fond se može zaduživati bez ograničenja, s tim što se zaduživanje u inostranstvu vrši u skladu sa zakonom kojim se uređuju kreditni poslovi sa inostranstvom. Osnovni kapital zatvorenog fonda može biti samo u novcu.

Osnovni kapital zatvorenog fonda ne može biti manji od 200.000 (dvestahiljada) evra u dinarskoj protivvrednosti po srednjem kursu Narodne banke Srbije na dan uplate. Osnovni kapital zatvorenog fonda uplaćuje se u celosti na račun kod kastodi banke, pre upisa tog fonda u Registar investicionih fondova. Organi zatvorenog fonda su skupština i nadzorni odbor. Upravljanje zatvorenim fondom vrši društvo za upravljanje. Na sazivanje, održavanje i donošenje odluka skupštine akcionara zatvorenog fonda shodno se primenjuju odredbe zakona kojim se uređuju privredna društva. Ovlašćenja upravnog odbora u vezi sa sazivanjem i održa-

vanjem skupštine akcionara obavlja društvo za upravljanje. Skupština zatvorenog fonda donosi odluku o zaključenju i raskidu ugovora o upravljanju u skladu sa ovim zakonom, odobrava raspodelu dobiti, novu emisiju akcija i bira članove nadzornog odbora fonda. Nadzorni odbor zatvorenog fonda nadgleda sprovođenje obaveza društva za upravljanje u pogledu ostvarenja investicionih ciljeva, investicione politike, kao i poštovanje ograničenja ulaganja. U vršenju svoje funkcije, članovi nadzornog odbora mogu vršiti pregled poslovnih knjiga i dokumentacije i zahtevati pojašnjenja od društva za upravljanje. U slučaju da se otkriju propusti u sprovođenju investicione politike, kao i u poštovanju ograničenja ulaganja, nadzorni odbor zatvorenog fonda zahteva od društva za upravljanje da odmah otkloni propuste i o tome obaveštava Komisiju i akcionare fonda. Nadzorni odbor zatvorenog fonda donosi odluku o izboru i zaključuje ugovor sa preduzećem za reviziju.

Nadzorni odbor zatvorenog fonda može sazvati skupštinu akcionara zatvorenog fonda odlukom donetom dvotrećinskom većinom svih članova. Član nadzornog odbora zatvorenog fonda ne može biti zaposleno lice ili lice koje je član uprave društva za upravljanje, kastodi banke, kao ni lica koja su članovi dva ili više organa drugih pravnih lica ili sa njima povezanim licima. Akcije zatvorenog fonda glase na ime, nedeljive su i neograničeno prenosive. Društvo za upravljanje je dužno da uvrsti akcije zatvorenog fonda na organizovano tržište, u skladu sa zakonom kojim se uređuje tržište hartija od vrednosti, u roku od 30 dana od dana upisa u Registar investicionih fondova.

Zatvoreni fond je dužan da svaku narednu emisiju akcija javno nudi. Zatvoreni fond može sticati sopstvene akcije samo uz prethodnu saglasnost Komisije i ako o tome dostavi obaveštenje javnosti u pisanoj formi objavljeno najmanje 15 dana unapred u jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike sa tiražom od najmanje 100.000 primeraka, kao i na internet stranici društva za upravljanje ili zatvorenog fonda.

Javni poziv za upis akcija zatvorenog fonda ne može se uputiti pre izdavanja dozvole za osnivanje tog fonda. Javni poziv za upis akcija zatvorenog fonda vrši se u skladu sa odredbama zakona kojim se uređuje tržište hartija od vrednosti. Uz dokumentaciju koja se podnosi Komisiji za odobrenje distribucije akcija podnosi se i prospekt zatvorenog fonda.Upis i uplata akcija vrši se kod kastodi banke. Društvo za upravljanje upravlja zatvorenim fondom na osnovu ugovora o upravljanju. Ugovor o upravljanju u ime zatvorenog fonda zaključuje nadzorni odbor fonda.Ugovor o upravljanju obavezno sadrži:

- obaveze društva za upravljanje;
- vrste, iznos i način obračuna naknada za obavljene usluge;
- vrste troškova koji će se naplaćivati iz imovine fonda, uključujući i administrativne troškove za poslovanje organa zatvorenog fonda;
- odredbe da li i pod kojim uslovima društvo za upravljanje poverava obavljanje administrativnih i marketinških poslova i aktivnosti drugim licima;

- osnove za raskid ugovora, kao i prava i obaveze društva za upravljanje i zatvorenog fonda u slučaju raskida ugovora;
- dužinu otkaznog roka u slučaju raskida ugovora.

Zatvoreni fond i društvo za upravljanje mogu sporazumno raskinuti ugovor o upravljanju zatvorenim fondom. Sporazumni raskid ugovora iz stava 1. ovog člana proizvodi pravno dejstvo od dana kada Komisija odobri ugovor o upravljanju sa novim društvom za upravljanje. Zatvoreni fond može da raskine ugovor o upravljanju van osnova predviđenih ugovorom o upravljanju. Odluku o raskidu i zaključenju novog ugovora o upravljanju zatvorenim investicionim fondom donosi skupština tog fonda dvotrećinskom većinom glasova prisutnih akcionara. Ugovor o upravljanju se raskida, po sili zakona, od dana oduzimanja dozvole za rad društvu za upravljanje. Društvo za upravljanje je dužno da u roku od osam dana od raskida ugovora o upravljanju prenese sve aktivnosti u vezi sa upravljanjem imovinom zatvorenog fonda na kastodi banku.

U suprotnom slučaju, kastodi banka, privremeno, a najduže tri meseca, obavlja samo neodložne poslove u vezi sa upravljanjem zatvorenim fondom prethodno konsultujući nadzorni odbor zatvorenog fonda. Prilikom raskida ugovora o upravljanju nadzorni odbor u najkraćem roku obaveštava o tome akcionare fonda i raspisuje javni poziv za prikupljanje ponuda društava za upravljanje radi upravljanja zatvorenim fondom i predlaže skupštini fonda najpovoljniju ponudu. Skupština zatvorenog fonda, na predlog nadzornog odbora, donosi odluku o zaključenju ugovora o upravljanju sa novim društvom za upravljanje u roku od tri meseca od dana raskida ugovora. Novo društvo za upravljanje odmah podnosi zahtev Komisiji za odobrenje ugovora o upravljanju. Na prestanak zatvorenih investicionih fondova shodno se primenjuju odredbe zakona kojim se uređuju privredna društva koje se odnose na prestanak akcionarskih društava. Društvo za upravljanje najmanje jedanput mesečno podnosi izveštaje nadzornom odboru zatvorenog fonda o kupljenim i prodatim hartijama od vrednosti i imovini, kao i o rezultatima poslovanja fonda. Na zahtev nadzornog odbora zatvorenog fonda društvo za upravljanje podnosi i posebne dodatne izveštaje. Društvo za upravljanje dostavlja polugodišnje i godišnje finansijske izveštaje svim akcionarima zatvorenog fonda sa izveštajem eksterne revizije. Društvo za upravljanje predlaže skupštini zatvorenog fonda način raspodele dobiti fonda. Nakon sastavljanja finansijskih izveštaja, dobijenog izveštaja eksterne revizije i odluke skupštine zatvorenog fonda, društvo za upravljanje izdaje kastodi banci nalog za raspodelu dobiti akcionarima fonda.

17.5. Privatni investicioni fondovi

Privatni investicioni fond je pravno lice organizovano kao društvo sa ograničenom odgovornošću, u skladu sa zakonom kojim se uređuju privredna društva. Minimalni novčani ulog člana privatnog fonda ne može biti manji od 50.000 evra u

dinarskoj protivvrednosti po srednjem kursu Narodne banke Srbije na dan uplate. Privatni fondovi ne podležu opštim odredbama o investicionim fondovima koje se tiču izdavanja dozvole za investicioni fond, ulaganja imovine fonda, ograničenja ulaganja imovine fonda, ograničenja raspolaganja imovinom fonda, utvrđivanja prinosa investicionog fonda, izdavanja prospekta, marketinga, posrednika. Na privatae fondove ne primenjuju se odredbe ovog zakona kojima je regulisano obavljanje kastodi usluga i vođenje računa kod kastodi banke, kao i redovno izveštavanje Komisije i investitora, osim dostavljanja godišnjeg finansijskog izveštaja.

Privatni fond se može zaduživati bez ograničenja, u skladu sa svojim pravilima poslovanja. Upravljanje privatnim investicionim fondom isključivo obavlja društvo za upravljanje, u skladu sa ugovorom o upravljanju zaključenim sa privatnim fondom. Obavezni opšti akt privatnog fonda su pravila poslovanja. Pravila poslovanja privatnog fonda sadrže:

1. opis investicionih ciljeva, investicionu politiku i glavne rizike u vezi sa njom;
2. vrednost udela;
3. pravila o prenosu udela;
4. iznos minimalnog novčanog uloga po članu;
5. način utvrđivanja neto vrednosti imovine fonda;
6. odredbe o izveštavanju članova fonda;
7. rok na koji se fond osniva, ukoliko se osniva na određeno vreme;
8. postupak raspuštanja fonda;
9. druga pitanja od značaja za poslovanje fonda.

Pravila poslovanja moraju biti dostupna zainteresovanim investitorima.

17.6. Kastodi banka

Društvo za upravljanje je dužno da, u roku od osam dana od dana dobijanja dozvole za organizovanje otvorenog, odnosno osnivanja zatvorenog fonda, zaključi sa kastodi bankom ugovor o obavljanju kastodi usluga za svaki investicioni fond posebno. Ugovorom kastodi banka se obavezuje da će obavljati poslove, a društvo za upravljanje se obavezuje da plaća naknadu kastodi banci. Kastodi usluge za jedan investicioni fond obavlja isključivo jedna kastodi banka. Društvo za upravljanje dostavlja Komisiji kopiju zaključenog ugovora, kao i naknadne izmene ugovora. Kastodi banka obavlja sledeće kastodi usluge:

1. otvara i vodi račune hartija od vrednosti koje čine imovinu otvorenog fonda kod Centralnog registra, depoa i kliringa hartija od vrednosti (u daljem tekstu: Centralni registar), u svoje ime, a za račun članova otvorenog fonda (zbirni kastodi račun);
2. otvara i vodi račune hartija od vrednosti koje čine imovinu zatvorenog fonda kod Centralnog registra, u ime i za račun zatvorenog fonda;

3. otvara novčani račun investicionog fonda, vrši prikupljanje uplata investicionih jedinica, vrši prenos novčanih sredstava prilikom ulaganja imovine i vrši otkup investicionih jedinica;

4. obaveštava društvo za upravljanje o neophodnim korporativnim aktivnostima u vezi sa imovinom investicionog fonda;

5. izvršava naloge društva za upravljanje za kupovinu i prodaju imovine investicionog fonda, ukoliko nisu u suprotnosti sa zakonom i prospektom fonda;

6. kontroliše i potvrđuje obračunatu neto vrednost imovine otvorenog i zatvorenog fonda, vrednost investicione jedinice, odnosno neto vrednost imovine po akciji;

7. kontroliše obračun prinosa otvorenog fonda;

8. obaveštava Komisiju o uočenim nepravilnostima u poslovanju društva za upravljanje odmah nakon što uoči takve nepravilnosti;

9. obaveštava društvo za upravljanje o izvršenim nalozima i drugim preduzetim aktivnostima u vezi sa imovinom investicionog fonda;

10. podnosi, u ime investicionog fonda, Komisiji i drugim nadležnim organima prigovor protiv društva za upravljanje za štetu nastalu nečinjenjem ili neadekvatnim upravljanjem fondom.

Kastodi banka može obavljati poslove za više investicionih fondova. Kastodi banka ne može biti povezano lice sa društvom za upravljanje. Kastodi banka se stara da se prodaja, izdavanje i otkup investicionih jedinica vrši u skladu sa zakonom, pravilima poslovanja i investicionom politikom investicionog fonda. Strana koja namerava da raskine ugovor dužna je da, tri meseca pre raskida ugovora, o tome obavesti dragu ugovornu stranu. Ugovor koji se raskida smatra se raskinutim od momenta zaključenja ugovora sa novom kastodi bankom, a nakon isteka roka. Kastodi banka obaveštava Komisiju o raskidu ugovora i razlozima za raskid. U slučaju oduzimanja dozvole za rad ili dozvole za obavljanje delatnosti kastodi banke ili pokretanja stečajnog postupka nad kastodi bankom, Društvo za upravljanje je dužno da odmah raskine ugovor o obavljanju kastodi usluga, zaključi ugovor sa novom kastodi bankom i o tome obavesti Komisiju. Kastodi banka kojoj je oduzeta dozvola za obavljanje delatnosti kastodi banke, dozvole za rad ili nad kojom je pokrenut stečajni postupak je dužna da odmah prenese sredstva investicionog fonda na kastodi banku sa kojom je Društvo za upravljanje zaključilo ugovor.

3. DEO

Nauka je izvor svega, izvor opstanka, izvor dosadašnjeg života i izvor budužeg života. Bez nauke ne bi mogao da se zamisli savremeni život, a ne treba govoriti kakav će biti, ako se naukom ne budemo bavili.
J. Pritis

MONETARNI I BANKARSKI MENADŽMENT

Ko ne zna, a ne zna da ne zna,
Opasan je, izbegavaj ga.

Ko ne zna, a zna da ne zna,
Mlad je, nauči ga.

Ko zna, a ne zna da zna,
"spava", probudi ga.

Ko zna, i zna da zna,
Mudar je, sledi ga.
Konfučije

GLAVA PRVA

MONETARNE FINANSIJSKE INSTITUCIJE

1. CENTRALNA (EMISIONA) BANKA

Razvojem Monetarnih sistema ove banke se izdvajaju od ostalih banka i dobijaju monopol za emisionu funkciju, odnosno izdavanje novca. Položaj i mesto centralne banke u svakoj privredi je bio specifičan, u korelaciji s razvojem finansijkih, političkih i ekonomskih okolnosti. Međutim, karakteristično je za sve centralne banke, u svim bankarskim sistemima i u svim ekonomijama njihovo centralno mesto (monetarna vlast) u monetarno-kreditnom sistemu i domenima uticaja i odgovornosti za privrednu aktivnost i finansijska kretanja u zemlji.515 Osnovne funkcije centralne banke bile bi sledeće:

1. Regulisanje opticaja novca i emisije kredita, u skladu s zahtevom likvidnosti i monetarne stabilnosti u zemlji;
2. Održavanje likvidnosti u međunarodnim plaćanjima i briga za platni bilans;
3. Očuvanje unutrašnje i međunarodne vrednosti novca;
4. Očuvanje likvidnosti kreditnog sistema u zemlji, i vezi s tim, kontrola rada banke radi održavanja monetarne stabilnosti;
5. Obavljanje raznih finansijskih transakcija za račun države;
6. Analiza novčanih i privrednih kretanja na domaćem i međunarodnom planu, saradnju s međunarodnim finansijskim institucijama i centralnim bankama drugih zemalja radi nesmetanih transakcija na međunarodnom planu.

Glavni cilj aktivnosti centralnih banaka nije ekonomska dobit, već realizacije određenih ciljeva i zadataka monetarne, odnosno ekonomske politike zemlje određenih ciljeva i zadataka monetarne, odnosno ekonomske politike zemlje. U tom smislu je najznačajnija funkcija centralne banke u regulisanju novčanog opticaja, obima kreditne aktivnosti u zemlji i održavanje monetarne stabilnosti. Ove zadatke centralna banka izvršava preko sledećih instrumenata: politike eskontne stope, politike otvorenog tržišta, politikom obaveznih rezervi i kvalitativnom i kvantitativnom kontrolom kredita.

Centralna banka kao monetarna vlast je osnovni i najvažniji učesnik na tržištu novca. Njena važnost proizilazi iz njenog mesta i uloge koju ima i ostvaruje u funkcionisanju tržišta novca. Najznačajnije od tih uloga bile bi:

[515] Dr S. Komazec, dr J. Kovač, dr Ž. Ristić, Bankarstvo i savremena ekonomija, "ABC Glas", Beograd, 1993. str. 21-24.

Kao učesnika na tržištu novca ona vrši ulogu "banke banaka" vođeći kod sebe evidenciju o stanju na računima svih poslovnih banaka i drugih učesnika na tržištu novca. Ona je autonomna i potpuno samostalna u regulisanju, sprovođenju i propisivanju pravila ponašanja koja su obavezujuća za sve druge učesnike na tržištu novca. Ona samostalno donosi odluke vezane za: 1) obim ponude izražene u povećanju ili smanjenju novčanih kontigenata; 2) obim tražnje izražen u povećanju ili smanjenju obaveza rezerve; 3) obim javnog duga izražen u prodaji ili kupovini hartija od vrednosti, može se zaključiti da je centralna banka praktično osnivač, organizator, regulator i kontrolor ukupnih poslovnih događanja i radnji koje se dešavaju na tržištu novca. Promene diskontne i eskontne stope, rediskontnog kontigenta, stope obavezne rezerve, obima i uslova kredita i druge aktivnosti centralne banke imaju direktan i neposredan odraz na promene na tržištu novca, koje se prate i analiziraju od strane svih ekonomskih subjekata.[516]

2. POSLOVNO BANKARSTVO I FINANSIJSKO TRŽIŠTE

Poslovna banka je drugi tip učesnika na tržištu novca i može se javiti u dvostrukom odnosu. U prvom slučaju ona može imati odnos sa centralnom bankom, a u drugom slučaju ona može imati poslovni odnos sa drugim učesnicima na tržištu novca. Za sticanje svojstva učesnika na tržištu novca poslovna banka mora ispunajvati određene preduslove i to: 1) banka mora imati svoj žiro-račun, čije stanje svakog momenta mora biti poznato centralnoj banci, 2) banka neposredno mora biti u poslovnom odnosu sa centralnom bankom, 3) banka mora biti samostalna finansijska institucija osnovana po zakonu o bankama i imati svojstvo pravnog lica, 4) mora imati poseban organizacioni deo (službu, tehnički i kadrovski osposobljenu za obaljanje poslova na tržištu novca. Poslovna banka ukoliko obalja poslove za nekog od neučesnika, mora te poslove sa drugim učesnikom obavljati samo u svoje ime, za svoj račun i uz svoju odgovornost i rizik.[517]

Banke i druge bankarske organizacije koje su dominantne u odnosu na druge posredničke učesnike. One se na tržištu kapitala mogu javiti u ulozi investitora, korisnika, komisionara i čistog posrednika.518

U razvijenim zemljama tržišne privrede banke imaju dominantno mesto i ulogu ne samo na tržištu novca, već upravo i na tržištu kapitala. U okvira ovih banaka može se izvršiti podela kriterijuma načina organizovanja banaka i njihove uloge.

[516] Dr Života Ristić, Tržište novca - teorija i praksa, Beograd, str. 29-30.
[517] Ibidem, str. 30-37.
[518] Dr Života Ristić: Tržište kapitala, teorija i praksa, Beograd, 1990. str. 100-104.

2.1. Depozitne (komercijalne) banke

Osnovna karakteristika depozitnih banaka jeste struktura bilansne pasive koja je svojim najvećim delom kratkoročnog karaktera. Ova osobina je od izuzetne važnosti, s obzirom na to da je obeležje kapitala vezano za njegovu dugoročnost. Uprkos tome, depozitne banke se ipak javljaju na tržištu kapitala i to često sa značajnom ulogom. Ta uloga depozitne banke znači njena sposobnost da realizuje svoje konverzione funkcije, tj. izvrši transformaciju novca u kapital.

Zbog ovakve njihove uloge je međutim u prošlosti dolazilo do velikih kriza i lomova kod banaka i na finansijskom tržištu. To je jedan od razloga što su sve zemlje sveta rad ovih banaka stavile pod posebnu kontrolu centralne banke (monitoring i prudendenciona kontrola).

Ova regulativa se odnosi upravo na prerađivačku funkciju depozitne banke iz čega su proizašle obaveze kao npr: obaveza o posebnom bilansnom prikazivanju štednje i depozita po ročnoj strukturi i plasmanima iz ovih izvora isto po ročnoj strukturi; obaveza o pridržavanju koeficijenta plasmana prema strukturi izvora sredstava (kapitala).

2.2. Investicione bake

Investicione banke su najsnažnije i najmoćnije učesnice na tržištu kapitala svake zemlje. Pasivu ovih banaka najvećim delom čini kapital uz takođe značajno učešće vlastitog kaptiala.

Ove banke nemaju tako razgranatu mrežu filijala kao depozitne banke zbog čega i imaju manje značajnu ulogu na području emisije i plasmana efekata na tržištu kapitala. To proizilazi iz činjenice da one poseduju značajan obim sopstvenog kapitala i veliki broj stručnjaka i eksperata za transakcije na primarnom tržištu kapitala.

Odobravanjem kredita i ulaganjem u razvoj privrede ove banke, u osnovi, vrše iz akumulacije ili štednje, za razliku od kratkoročnih kredita iz depozitnog novca, vrši kreiranje nove kupovine snage (novčane mase), dok kroz dugoročno kreditiranje iz već stvorene akumulacije - vrši samo preraspodelu tih sredstava, ona utiče neposredno na novčanu masu i kupovnu snagu u privredi.

2.3. Hipotekarne banke

Hipotekarne banke imaju najbolju usaglašenost ročne strukture izvora i plasmana pa su zbog toga važan učesnik na tržištu kapitala. One se na tržištu kapitala javljaju u ulozi investitora, korisnika, komisionara i čistog posrednika.

Od ostalih banaka se hipotekarne banke razlikuju po tome što su njeni najveći ukupni plasmani pokriveni hipotekom na nekretnine i što je celina ili najveći deo tih plasmana i refinansiran emisijom založnica.

2.4. Univerzalne banke

Univerzalne banke su nastale kao rezultat ispoljenih negativnih pojava kod banka klasičnog tipa, tj. kao rezultat problema u radu depozitnih i investicionih banaka. Danas su one najzastupljenije u bankarskom sektora, zahvaljujući činjenici da one maksimalno koriste sve prednosti depozitnih i investicionih banaka.

Univerzalna banka predstavlja takvu banku koja obavlja, kako kratkoročne, tako i dugoročne poslove, ali i druge oblike bankarskih poslova. To je tip mešavine komercijalne i investicione banke. Ovaj tip banke, zbog elastičnijeg vođenja poslovne politike i lakšeg prilagođavanja konjukturnim promenama, sve više dobija na značaju. Najveći broj banaka u SAD, Japanu, Nemačkoj i nekim drugim razvijenim zemljama je univerzalnog tipa. To je posledica sve jačeg srašćivanja industrijskog i bankarskog monopola, ali i činjenice da preduzeća na jednom mestu nalaze sve oblike kredita i zadovoljavanje drugih potreba. Takva banka osigurava sebi kontrolu nad celokupnim finansijskim poslovanjem svog komitenta.

Osnova aktivnosti poslovnih banka usmerena je na osnovanje i finansiranje industrijskih preduzeća, kupovinu i prodaju vrednosnih papira, posredovanje kod sklapanja državnih zajmova i sve finansijske transakcije za koje je potreban ogroman kapital.

3. ZAKON O NARODNOJ BANCI SRBIJE[519]

Ovim zakonom uređuju se položaj, organizacija, ovlašćenja i funkcije Narodne banke Srbije, kao i odnos Narodne banke Srbije prema organima Republike Srbije, međunarodnim organizacijama i institucijama. Za obaveze Narodne banke Srbije jemči Republika Srbija. Narodna banka Srbije je centralna banka Republike Srbije koja obavlja funkcije utvrđene ovim i drugim zakonima. Narodna banka Srbije je samostalna i nezavisna u obavljanju funkcija utvrđenih ovim i drugim zakonom i za svoj rad odgovorna je Narodnoj skupštini Republike Srbije (u daljem tekstu: Narodna skupština). Narodna banka Srbije, u obavljanju svojih funkcija, neće primati niti tražiti uputstva od državnih organa i drugih lica. Osnovni cilj Narodne banke Srbije jeste postizanje i održavanje stabilnosti cena. Narodna banka Srbije, pored osnovnog cilja, ima za cilj i očuvanje finansijske stabilnosti. Narodna banka Srbije, ne dovođeći u pitanje ostvarivanje svog osnovnog cilja, podržaće sprovođenje ekonomske politike Vlade Republike Srbije (u daljem tekstu: Vlada), poslujući u skladu s načelima tržišne privrede.

Narodna banka Srbije obavlja sledeće funkcije:

[519] "Sl. glasnik RS". br. 72/2003. 55/2004 i 85/2005 - dr. zakon

1) utvrđuje i sprovodi monetarnu politiku;

2) samostalno vodi politiku kursa dinara i, uz saglasnost Vlade, utvrđuje režim kursa dinara;

3) čuva i upravlja deviznim rezervama;

4) izdaje novčanice i kovani novac;

5) uređuje, kontroliše i unapređuje nesmetano funkcionisanje platnog prometa u zemlji i sa inostranstvom;

6) izdaje i oduzima dozvole za rad, vrši kontrolu boniteta i zakonitosti poslovanja banaka i drugih finansijskih organizacija i donosi propise iz te oblasti;

6a) izdaje i oduzima dozvole, odnosno ovlašćenja za obavljanje delatnosti osiguranja, vrši kontrolu, odnosno nadzor nad obavljanjem te delatnosti i obavlja druge poslove, u skladu sa zakonom kojim se uređuje osiguranje;

7) obavlja zakonom utvrđene poslove za Republiku Srbiju

8) obavlja druge poslove utvrđene ovim i drugim zakonom u skladu s principima poslovanja centralnih banaka.

Narodna banka Srbije je pravno lice.Narodna banka Srbije ne upisuje se u registar pravnih lica. Sedište Narodne banke Srbije je u Beogradu. Narodna banka Srbije ima pečat koji sadrži naziv Narodne banke Srbije i grb Republike Srbije. Narodna banka Srbije ima statut, koji potvrđuje Narodna skupština. Statut Narodne banke Srbije objavljuje se u "Službenom glasniku Republike Srbije". Narodna banka Srbije može obrazovati filijale. Unutrašnja organizacija, delokrug, prava i dužnosti filijala utvrđuju se Statutom Narodne banke Srbije. U sastavu Narodne banke Srbije, sa obavezama i odgovornostima utvrđenim ovim zakonom i Statutom Narodne banke Srbije, posluje specijalizovana organizacija pod nazivom: Narodna banka Srbije - Zavod za izradu novčanica i kovanog novca - Topčider, koja izrađuje novčanice i kovani novac. Narodnu banku Srbije predstavlja i zastupa guverner Narodne banke Srbije (u daljem tekstu: guverner). Narodna banka Srbije, u izvršavanju svojih funkcija, sarađuje sa Vladom i drugim državnim organima i, okviru svoje nadležnosti, preduzima mere za unapređenje te saradnje. Narodna banka Srbije može biti članica međunarodnih finansijskih organizacija i institucija i može sarađivati sa nacionalnim finansijskim i kreditnim institucijama radi izvršavanja svog osnovnog cilja i svojih funkcija. Narodna banka Srbije može zastupati Republiku Srbiju u međunarodnim finansijskim organizacijama i institucijama i drugim oblicima međunarodne saradnje, uz saglasnost Vlade.

Organi Narodne banke Srbije su:

1) Monetarni odbor Narodne banke Srbije (u daljem tekstu: Monetarni odbor);

2) Guverner Narodne banke Srbije;

3) Savet Narodne banke Srbije (u daljem tekstu: Savet).

Monetarni odbor čine guverner i viceguverneri Narodne banke Srbije. Monetarni odbor utvrđuje monetarnu politiku, a posebno utvrđuje:

1) uslove i način izdavanja kratkoročnih hartija od vrednosti;

2) uslove i način pod kojima Narodna banka Srbije sprovodi operacije na otvorenom tržištu i obavlja diskontne poslove;

3) politiku odobravanja kratkoročnih kredita;

4) politiku kursa dinara i, uz saglasnost Vlade, režim kursa dinara;

5) način upravljanja deviznim rezervama;

6) eskontnu stopu i druge kamatne stope Narodne banke Srbije;

7) osnovice za obračunavanje obavezne rezerve, stope obavezne rezerve, kao i način, uslove i rokove izdvajanja i korišćenja sredstava obavezne rezerve banaka kod Narodne banke Srbije;

8) mere za održavanje likvidnosti banaka i drugih finansijskih organizacija.

Sednice Monetarnog odbora održavaju se po potrebi, a najmanje jednom u 15 dana.

Sednice Monetarnog odbora održavaju se ako je prisutno najmanje dve trećine članova.

Monetarni odbor donosi odluke većinom glasova prisutnih članova, a u slučaju izjednačenog broja glasova, odlučuje glas guvernera. Sednicama Monetarnog odbora predsedava guverner. Način sazivanja i održavanja sednica Monetarnog odbora bliže se uređuje Statutom Narodne banke Srbije. Sednicama Monetarnog odbora prisustvuje ministar nadležan za poslove finansija, bez prava glasa. Guvernera bira Narodna skupština na predlog odbora Narodne skupštine nadležnog za finansije, na pet godina, s pravom ponovnog izbora. Za guvernera može biti birano lice koje ispunjava opšte uslove za rad u državnim organima, ima visoku stručnu spremu, odgovarajuće radno iskustvo u oblastima ekonomije, finansija i bankarstva i koje se istaklo kao stručnjak ili naučni radnik u tim oblastima. Guverner kome je prestao mandat nastavlja da obavlja poslove do izbora novog guvernera. Guverner je nadležan i odgovoran za ostvarivanje ciljeva Narodne banke Srbije, a posebno za:

1) sprovođenje odluka Monetarnog odbora i Saveta;

2) organizaciju i poslovanje Narodne banke Srbije;

3) pripremanje akata iz nadležnosti Narodne banke Srbije;

4) donošenje akata iz nadležnosti Narodne banke Srbije koji zakonom nisu stavljeni u nadležnost Monetarnog odbora ili Saveta;

5) obavljanje drugih poslova utvrđenih ovim i drugim zakonom, ako nisu u suprotnosti sa osnovnim ciljem ovog zakona.

Guverner je dužan da članovima Saveta dostavi izveštaj o sprovođenju monetarne politike, izdavanju i oduzimanju dozvola za rad i kontroli boniteta i zakonitosti poslovanja banaka i drugih finansijskih organizacija, donošenju propisa iz nadležnosti Narodne banke Srbije i drugim poslovima iz svoje nadležnosti, najkasnije u roku od sedam dana pre sednice Saveta.

Narodna banka Srbije ima tri do pet viceguvernera. Viceguvernere bira Savet na predlog guvernera, na pet godina, s pravom ponovnog izbora. Za vicegu-

vernera može biti birano Iice koje ispunjava propisane uslove. Statutom Narodne banke Srbije bliže se uređuju ovlašćenja viceguvernera.

Viceguverner kome je prestao mandat nastavlja da obavlja poslove do izbora novog viceguvernera.Guverner, na početku svog mandata, imenuje viceguvernera koji zamenjuje guvernera ako je sprečen da vrši svoju funkciju. Guverner, radi obavljanja poslova iz nadležnosti Narodne banke Srbije, donosi propise i opšte akte, kao i pojedinačne akte, ako ovim zakonom nije drukčije određeno. Guverner i viceguverneri su stalno zaposleni u Narodnoj banci Srbije. Savet ima predsednika i četiri člana koje bira Narodna skupština, na pet godina, s pravom ponovnog izbora. Narodna skupština bira predsednika i članove Saveta na predlog odbora Narodne skupštine nadležnog za finansije. Za člana Saveta može biti birano lice koje ispunjava propisane uslove. Savet, na predlog guvernera:

1) usvaja finansijski plan Narodne banke Srbije;

2) usvaja godišnji račun Narodne banke Srbije;

3) utvrđuje jedinstvenu tarifu po kojoj Narodna banka Srbije naplaćuje naknadu za izvršene usluge;

4) utvrđuje visinu zarada guvernera i viceguvernera Narodne banke Srbije;

5) utvrđuje listu radnih mesta sa posebnim ovlašćenjima i kriterijume određivanja visine zarada zaposlenih sa posebnim ovlašćenjima Narodne banke Srbije;

6) vrši izbor ovlašćenog revizora.

Sednice Saveta održavaju se po potrebi, a najmanje jednom u tri meseca. Sednice Saveta održavaju se ako su prisutna najmanje tri člana. Savet donosi odluke većinom glasova od ukupnog broja članova Saveta. Savet donosi poslovnik o svom radu, kojim se naročito uređuju način sazivanja i održavanja sednica, pitanja koja se razmatraju na sednicama i druga pitanja u vezi s radom Saveta. Savet po potrebi, a najmanje jednom godišnje, Narodnoj skupštini podnosi izveštaj o svom radu. Članovi Saveta nisu zaposleni u Narodnoj banci Srbije. Članovima Saveta Narodna banka Srbije isplaćuje naknadu. Guverner, viceguverneri, članovi Saveta i zaposleni sa posebnim ovlašćenjima:

1) ne mogu biti poslanici u Narodnoj skupštini, članovi Vlade, funkcioneri političkih organizacija, odnosno članovi organa jedinica lokalne samouprave, sindikalnih organizacija, članovi upravnih ili nadzornih odbora, odnosno spoljni saradnici banaka, drugih finansijskih organizacija i revizorskih organizacija ili drugih pravnih lica, koja kontroliše ili s kojima u obavljanju svojih funkcija Narodna banka Srbije sarađuje;

2) ne mogu imati akcije, osnivačke uloge ni dužničke hartije od vrednosti banaka, drugih finansijskih organizacija i revizorskih organizacija ili drugih pravnih lica, koja kontroliše ili s kojima u obavljanju svojih funkcija Narodna banka Srbije sarađuje.

Guverner, viceguverneri i članovi Saveta dužni su da posle izbora Narodnoj skupštini daju pismenu izjavu o tome da ne poseduju akcije, osnivačke

uloge ni dužničke hartije od vrednosti banaka, drugih finansijskih organizacija i revizorskih organizacija ili drugih pravnih lica. To se odnosi i na zaposlene sa posebnim ovlašćenjima. Guverneru, viceguvernerima i članovima Saveta prestaje funkcija pre isteka mandata ako to sami zatraže ili ako im radni odnos prestane zbog ispunjenja uslova za starosnu penziju, kao i u slučaju razrešenja sa te funkcije. Guverner, viceguverneri i članovi Saveta razrešavaju se funkcije ako:

1) su pravosnažno osuđeni za krivično delo protiv privrede i jedinstva tržišta, radnih odnosa, imovine, pravosuđa, javnog reda i pravnog saobraćaja i službene dužnosti;

2) se utvrđi da nestručno i nesavesno obavljaju funkciju, odnosno da je, zbog ozbiljnijih propusta u izvršavanju odluka i organizovanju poslova Narodne banke Srbije, došlo do znatnog odstupanja od ostvarenja njenog osnovnog cilja;

3) se na osnovu nalaza i mišljenja nadležne zdravstvene ustanove utvrđi da su zbog zdravstvenog stanja trajno izgubili radnu sposobnost za vršenje te funkcije;

4) ne dostave ili dostave lažnu izjavu o podacima;

5) se utvrđi da ne ispunjavaju uslove za izbor.

Savet utvrđuje ispunjenost uslova za prestanak funkcije, odnosno razrešenje guvernera i pokreće postupak pred odborom Narodne skupštine nadležnim za finansije u roku od 60 dana od dana utvrđivanja tih uslova.Pri ocenjivanju ispunjenosti uslova, odbor Narodne skupštine nadležan za finansije dužan je da zatraži izjašnjenje guvernera. Ako na osnovu izveštaja Saveta i izjašnjenja guvernera oceni ispunjenost nekog od uslova, odbor Narodne skupštine nadležan za finansije o tome obaveštava Narodnu skupštinu koja donosi odluku o prestanku funkcije, odnosno razrešenju guvernera. Guverner utvrđuje ispunjenost uslova za prestanak funkcije, odnosno razrešenje viceguvernera i o tome obaveštava Savet koji donosi odluku o prestanku funkcije, odnosno razrešenju viceguvernera. Odbor Narodne skupštine nadležan za finansije utvrđuje ispunjenost uslova za prestanak funkcije, odnosno razrešenje članova Saveta i pokreće postupak pred Narodnom skupštinom u roku od 60 dana od dana utvrđivanja tih uslova. Narodna skupština donosi odluku o prestanku funkcije, odnosno razrešenju članova Saveta. Guverner, viceguverneri i članovi Saveta ne mogu se godinu dana po razrešenju zaposliti u bankama i drugim finansijskim organizacijama. Narodna banka Srbije utvrđuje i sprovodi monetarnu politiku u Republici Srbiji:

1) izdavanjem kratkoročnih hartija od vrednosti;

2) sprovođenjem operacija na otvorenom tržištu;

3) obavljanjem diskontnih poslova;

4) odobravanjem kratkoročnih kredita;

5) utvrđivanjem obavezne rezerve banaka kod Narodne banke Srbije;

6) utvrđivanjem eskontne stope i drugih kamatnih stopa Narodne banke Srbije;

7) utvrđivanjem mera za održavanje likvidnosti banaka i drugih finansijskih organizacija;

8) donošenjem propisa i preduzimanjem mera i drugih aktivnosti iz oblasti deviznog poslovanja utvrđenih ovim zakonom;

9) izdavanjem novčanica i kovanog novca;

10) utvrđivanjem drugih instrumenata i mera monetarne politike;

11) obavljanjem drugih poslova utvrđenih ovim i drugim zakonom, ako nisu u suprotnosti sa osnovnim ciljem ovog zakona.

Narodna banka Srbije može izdavati kratkoročne hartije od vrednosti koje glase na domaću ili stranu valutu, na osnovu odluke kojom se utvrđuju obim emisije, rokovi dospeća i drugi uslovi za izdavanje hartija od vrednosti, kao i način plasmana i isplate tih hartija. Narodna banka Srbije operacije na otvorenom tržištu sprovodi kupovinom i prodajom hartija od vrednosti. Narodna banka Srbije uređuje vrstu i kvalitet hartija od vrednosti, kao i uslove i način pod kojima kupuje i prodaje te hartije.Narodna banka Srbije može kupovati od banaka hartije od vrednosti. Narodna banka Srbije može kupljene hartije od vrednosti prodavati i pre isteka roka njihovog dospeća. Narodna banka Srbije uređuje vrstu i kvalitet hartija od vrednosti, kao i uslove i način pod kojima kupuje i prodaje te hartije. Narodna banka Srbije može bankama odobravati kredite s rokom dospeća do godinu dana, na osnovu zaloge portfelja hartija od vrednosti. Narodna banka Srbije uređuje vrstu i kvalitet hartija od vrednosti na osnovu kojih odobrava kredite, kao i uslove i način odobravanja tih kredita.Narodna banka Srbije može odobravati Republici Srbiji kredite radi finansiranja privremene nelikvidnosti budžeta, nastale usled neuravnoteženih kretanja u prihodima i rashodima tokom izvršenja budžeta. Krediti se mogu odobravati u okvirima utvrđene monetarne politike, a najviše u iznosu do 5% prosečnih budžetskih prihoda u poslednje tri godine, pri čemu ukupan iznos duga Republike Srbije nastalog po tom osnovu ne može biti veći od trostrukog iznosa propisanog minimalnog osnovnog kapitala i sredstava posebnih rezervi Narodne banke Srbije.Republika Srbija je dužna da kredite vrati Narodnoj banci Srbije do kraja tekuće budžetske godine.

Narodna banka Srbije utvrđuje visinu obavezne rezerve banaka propisivanjem stope obavezne rezerve, vrste depozita i drugih sredstava na koja se ta stopa primenjuje. Narodna banka Srbije može visinu obavezne rezerve utvrditi i za druge finansijske organizacije.Narodna banka Srbije može utvrditi i diferencirane stope obavezne rezerve, zavisno od vrste i ročnosti depozita i drugih sredstava. Narodna banka Srbije propisuje bliže uslove i način za obračunavanje i izdvajanje obavezne rezerve. Narodna banka Srbije utvrđuje eskontnu stopu Narodne banke Srbije. Narodna banka Srbije utvrđuje kamatne stope na plasmane i druga potraživanja Narodne banke Srbije, kao i kamatne stope na sredstva na koja Narodna banka Srbije plaća kamatu i propisuje način obračuna, naplate i plaćanja kamate. Izuzetno, Narodna banka Srbije posebnim ugovorom sa Republikom Srbijom utvrđuje visinu kamatnih stopa na sredstva Republike Srbije

na koja Narodna banka Srbije plaća kamatu. Pod drugim potraživanjima podrazumevaju se i sredstva izdvojena kod Narodne banke Srbije koja su manja od propisanih. Kamatne stope na plasmane i druga potraživanja Narodne banke Srbije ne mogu biti niže od eskontne stope. Narodna banka Srbije, radi održavanja likvidnosti banaka, može propisati:

1) uslove i način odobravanja depozitnih i kreditnih olakšica;

2) uslove i način obezbeđenja likvidnosti isplate depozita fizičkih i pravnih lica kod banaka;

3) druge mere za održavanje likvidnosti banaka.

Narodna banka Srbije može utvrđiti minimalne uslove kreditne sposobnosti banaka, u poslovanju sa Narodnom bankom Srbije. Narodna banka Srbije utvrđuje mere koje se primenjuju na druge finansijske organizacije i određuje na koje se finansijske organizacije primenjuju te mere. Narodna banka Srbije samostalno vodi politiku kursa dinara. Narodna banka Srbije, uz saglasnost Vlade, utvrđuje režim kursa dinara. Narodna banka Srbije kupuje i prodaje devize i efektivni strani novac na deviznom tržištu u cilju usmeravanja kretanja kursa dinara i održavanja nivoa deviznih rezervi. Narodna banka Srbije može kupovati i prodavati devize i efektivni strani novac na deviznom tržištu i radi održavanja likvidnosti plaćanja prema inostranstvu. Narodna banka Srbije propisuje:

1) uslove i način intervencije Narodne banke Srbije na deviznom tržištu;

2) uslove i način obavljanja platnog prometa sa inostranstvom;

3) način vođenja devizne štedne knjižice i deviznog računa;

4) vrstu deviza i efektivnog stranog novca koje kupuje i prodaje na deviznom tržištu.

Narodna banka Srbije može, u skladu sa utvrđenom monetarnom politikom, bankama propisati obavezu da drže određeni iznos u devizama na računu kod Narodne banke Srbije ili kod stranih banaka. Narodna banka Srbije može, u skladu sa utvrđenom monetarnom politikom, propisati i druge mere radi održavanja likvidnosti u plaćanjima sa inostranstvom. Narodna banka Srbije može od domaćih i stranih banaka primati depozite u devizama. Narodna banka Srbije može se, radi premošćavanja tekućih neravnomernosti u prilivu i odlivu deviza, zaduživati u inostranstvu u svoje ime i za svoj račun, sa rokom otplate do godinu dana. Izuzetno, Narodna banka Srbije može se kod Međunarodnog monetarnog fonda zaduživati sa rokom otplate dužim od godinu dana. Narodna banka Srbije može se zaduživati u inostranstvu u svoje ime, a za račun Republike Srbije, sa rokom otplate dužim od godinu dana, na osnovu posebnog zakona. Devizne rezerve Narodne banke Srbije čine:

1) potraživanjaNarodne banke Srbije na računima u inostranstvu;

2) hartije od vrednosti koje glase na strane novčane jedinice kojima raspolaže Narodna banka Srbije;

3) specijalna prava vučenja i rezervna pozicija kod Međunarodnog monetarnog fonda;

4) zlato i drugi plemeniti metali;

5) efektivni strani novac.

Narodna banka Srbije odlučuje o načinu formiranja, upravljanja, korišćenja i raspolaganja deviznim rezervama na način koji je najbolje prilagođen monetarnoj i deviznoj politici i kojim se doprinosi nesmetanom ispunjenju obaveza Republike Srbije prema inostranstvu. Narodna banka Srbije kupuje i prodaje devize u inostranstvu radi obezbeđenja odgovarajuće valutne strukture deviznih rezervi. Zlatom, u smislu ovog zakona, smatraju se zlatne poluge i kovano zlato. Narodna banka Srbije može da izvozi i iznosi u inostranstvo i da uvozi i unosi iz inostranstva zlato u neprerađenom i kovanom obliku. Novčana jedinica Republike Srbije jeste dinar, koji se deli na 100 para. Narodna banka Srbije ima isključivo pravo izdavanja novčanica i kovanog novca u Republici Srbiji. Sve novčane obaveze iz poslova zaključenih u Republici Srbiji između preduzeća, drugih domaćih pravnih lica i građana, izražavaju se u dinarima i izvršavaju sredstvima plaćanja koja glase na dinare, ako zakonom nije drukčije određeno.

Narodna banka Srbije izdaje novčanice i kovani novac, utvrđuje apoene i osnovna obeležja novčanica i kovanog novca. Natpisi i tekstovi na novčanicama i kovanom novcu ispisuju se ćiriličnim i latiničnim pismom. Narodna banka Srbije donosi odluke o puštanju u opticaj i povlačenju iz opticaja novčanica i kovanog novca. Guverner utvrđuje način i uslove povlačenja pohabanih novčanica i zamene oštećenih novčanica i kovanog novca, čije troškove snosi Narodna banka Srbije. Narodna banka Srbije, uz prethodno pribavljenu saglasnost Vlade, donosi odluku o izdavanju novčanica za vanredne potrebe zemlje nastale usled neposredne ratne opasnosti, u slučaju ratnog ili vanrednog stanja.

Falsifikati papirnih novčanica i falsifikovani ili oštećeni (probušeni) kovani novac nisu zakonsko sredstvo plaćanja. Novčanice i kovani novac predaju se Narodnoj banci Srbije bez naknade. Narodna banka Srbije uređuje i unapređuje platni promet u zemlji, kontroliše obavljanje platnog prometa u bankama i obavlja druge poslove platnog prometa u zemlji, u skladu sa zakonom. Narodna banka Srbije vodi sistem konsolidovanog računa trezora, za dinarska i devizna sredstva, kao i druge račune utvrđene zakonom. Narodna banka Srbije snabdeva banke i druge finansijske organizacije novčanicama i kovanim novcem. Banke i druge finansijske organizacije snose troškove nabavke novčanica i kovanog novca.

Narodna banka Srbije može, na osnovu ugovora ili zakona, obavljati za Republiku Srbiju poslove u vezi s hartijama od vrednosti, zaduživanjem i druge poslove. Za obavljanje poslova, Narodna banka Srbije ne naplaćuje naknadu Republici Srbiji. Izuzetno, ugovorom o obavljanju poslova može se ugovoriti plaćanje naknade. Narodna banka Srbije izdaje i oduzima dozvole za rad, vrši kontrolu boniteta i zakonitosti poslovanja banaka i drugih finansijskih organizacija i preduzima druge mere u skladu sa zakonom kojim se uređuje poslovanje banaka i drugih finansijskih organizacija. Narodna banka Srbije donosi propise kojima se utvrđuju standardi opreznog bankarskog poslovanja. Pri vršenju kontro-

le, Narodna banka Srbije ima pravo uvida u poslovne knjige i drugu dokumentaciju banaka i drugih finansijskih organizacija, kao i pravnih lica koja su s bankom, odnosno drugom finansijskom organizacijom koja je predmet kontrole povezana imovinskim, upravljačkim ili poslovnim odnosima.

Narodna banka Srbije propisuje bliže uslove i način vršenja kontrolne funkcije, u skladu s ovim i drugim zakonom. Narodna banka Srbije sarađuje sa stranim institucijama nadležnim za kontrolu poslovanja banaka i domaćim organima i institucijama nadležnim za nadzor u oblasti finansijskog poslovanja, u cilju unapređenja kontrolne funkcije Narodne banke Srbije. Narodna banka Srbije može da razmenjuje podatke pribavljene u obavljanju kontrolne funkcije sa stranim i domaćim organima i institucijama. Narodna banka Srbije može banci, na njen zahtev, dati ovlašćenje za obavljanje poslova platnog prometa i kreditnih poslova sa inostranstvom ako utvrđi da ta banka ispunjava uslove za obavljanje tih poslova koje propisuje Narodna banka Srbije. Narodna banka Srbije može oduzeti ovlašćenje ako banka ne ispunjava uslove. Narodna banka Srbije vodi registar banaka ovlašćenih za obavljanje poslova sa inostranstvom, registar predstavništava i drugih oblika finansijske delatnosti domaćih banaka i drugih finansijskih organizacija u inostranstvu i registar predstavništava i drugih oblika finansijskih delatnosti stranih banaka i drugih finansijskih organizacija u zemlji.

Narodna banka Srbije propisuje uslove za upis i način vođenja registara. Registri su javne knjige. Podaci upisani u registar su javni. Narodna banka Srbije može da propiše obavezu za banke i druge finansijske organizacije da evidentiraju, prikupljaju, obrađuju i dostavljaju određene podatke. Narodna banka Srbije bliže propisuje sadržaj podataka i način njihovog dostavljanja. Narodna banka Srbije, radi efikasnog izvršavanja ciljeva i funkcija, razvija automatizovane informacione sisteme i propisuje način i uslove uključivanja banaka i drugih finansijskih organizacija u te sisteme. Narodna banka Srbije sastavlja bilanse i izveštaje na osnovu podataka dobijenih od banaka i drugih finansijskih organizacija, sopstvenih baza podataka i automatizovanih informacionih sistema, u skladu sa zakonom. Narodna banka Srbije dostavlja program monetarne politike za narednu godinu Narodnoj skupštini, radi informisanja, najkasnije do 15. decembra tekuće godine.

Narodna banka Srbije podnosi Narodnoj skupštini, najkasnije do 30. juna naredne godine, izveštaj o poslovanju i rezultatima rada i izveštaj o monetarnoj politici, uz obrazloženje svih faktora koji su uticali na sprovođenje monetarne politike. Narodna banka Srbije podnosi Narodnoj skupštini godišnji izveštaj o stanju u bankarskom i ukupnom finansijskom sistemu zemlje, najkasnije do 30. septembra naredne godine. Sadržina izveštaja utvrđuje se Statutom Narodne banke Srbije.Narodna banka Srbije dužna je da program monetarne politike objavi u “Službenom glasniku Republike Srbije” u roku od mesec dana od dana dostavljanja Narodnoj skupštini. Guverner prisustvuje sednicama Vlade na kojima se razmatraju pitanja u vezi sa ostvarivanjem ciljeva i funkcija Narodne banke Srbije. Ministarstvo nadležno za poslove finansija dostavlja Narodnoj banci Sr-

bije, radi davanja mišljenja, nacrte zakona i drugih propisa vezanih za ciljeve i funkcije Narodne banke Srbije.

Ministarstvo nadležno za poslove finansija dostavlja Narodnoj banci Srbije, radi davanja mišljenja, Nacrt memoranduma o budžetu, ekonomskoj i fiskalnoj politici i nacrt zakona kojim se uređuje budžet u skladu sa rokovima propisanim zakonom kojim se uređuje budžetski sistem. Na predlog Narodne banke Srbije Vlada može da predloži Narodnoj skupštini donošenje zakona koji su vezani za ostvarivanje ciljeva i funkcija Narodne banke Srbije. Imovinu Republike Srbije koju koristi Narodna banka Srbije čine dinarski i devizni kratkoročni i dugoročni plasmani, devizna sredstva, hartije od vrednosti, ostala aktiva i imovinska prava u posedu Narodne banke Srbije, pokretne i nepokretne stvari i novčana sredstva na žiro-računu Narodne banke Srbije. Imovina se koristi za poslovanje Narodne banke Srbije. Guverner donosi akte o pribavljanju, upravljanju, korišćenju i raspolaganju imovinom, osim o otuđenju nepokretnih stvari. Narodna banka Srbije ostvaruje prihode:

1) od kamate i drugih prihoda na sredstva deponovana u inostranstvu;
2) od kamate na kredite i na plasmane iz primarne emisije;
3) od naknada za vršenje usluga;
4) kupovinom i prodajom hartija od vrednosti;
5) od pozitivnih kursnih razlika;
6) ostale prihode koje ostvaruje svojim poslovanjem i poslovanjem specijalizovane organizacije u svom sastavu.

Iz prihoda koje Narodna banka Srbije ostvari, podmiruju se:

1) kamate i drugi troškovi po inostranim kreditima;
2) kamate na sredstva koja se drže kod Narodne banke Srbije;
3) kamate i drugi troškovi po hartijama od vrednosti;
4) troškovi izrade novčanica i kovanog novca;
5) materijalni i nematerijalni troškovi i troškovi amortizacije;
6) negativne kursne razlike;
7) zarade zaposlenih u Narodnoj banci Srbije;
8) ostali troškovi koje Narodna banka Srbije ima u svom poslovanju i u poslovanju specijalizovane organizacije u svom sastavu.

Kapital Narodne banke Srbije sastoji se od osnovnog kapitala i posebnih rezervi. Minimalni osnovni kapital Narodne banke Srbije iznosi 10.000.000.000,00 dinara i formira se iz viška prihoda nad rashodima Narodne banke Srbije. Posebne rezerve formiraju se iz viška prihoda nad rashodima u visini do 30% ostvarenog viška prihoda nad rashodima Narodne banke Srbije, a najviše u iznosu do vrednosti osnovnog kapitala Narodne banke Srbije. Preostali iznos viška prihoda nad rashodima, umanjen za iznos nerealizovanih prihoda, a posle izdvajanja za posebne rezerve, čini prihod budžeta Republike Srbije. Višak rashoda nad prihodima pokriva se iz posebnih rezervi, a ako ta sredstva nisu dovoljna, iz budžeta Republike Srbije ili izdavanjem hartija od vrednosti koje za

tu svrhu izdaje Republika Srbija i prenosi Narodnoj banci Srbije. Plaćanje po osnovu prenosa hartija od vrednosti Narodna banka Srbije vrši iz viška prihoda nad rashodima koje ostvari u narednom periodu. Sredstva za posebne rezerve predviđaju se finansijskim planom, a konačno utvrđuju godišnjim računom Narodne banke Srbije. O upotrebi sredstava posebnih rezervi odlučuje guverner.

GLAVA DRUGA

CENTRALNA BANKA I EMISIJA PRIMARNOG NOVCA

1. EMISIJA PRIMARNOG NOVCA I FORMIRANJE MONETARNE BAZE

Guverner centralne banke počinje svoj radni dan brigom o statistici inflacije, a ne o razvoju, proizvodnji, zaposlenosti i siromaštvu. Nedovoljno je poznavanje instrumenata, tokova i delovanja monetarne politike

1.1. Tokovi kreiranja primarnog novca

Centralna banka u svim monetarnim sistemima u svetu i dalje je zadržala ranije stečeno monopolsko pravo da vrši kreiranje primarnog novca (štampanje novčanica i kovanog novca), mada se danas, uz centralnu banku i celokupan bankarski sistem, odnosno sve poslovne banke, javljaju kao banke koje na bazi bankarskih kredita vrše stvarnu emisiju novca. Istina, i dalje se u tome pravi razlika između emisije centralne banke i emisije novca poslovnih banaka, s obzirom na to da centralna banka stvara tzv. primarni novac, a poslovne banke depozitni ili bankarski (sekundarni) novac. Kojim tokovima ili kanalima se danas može vršiti emisija primarnog novca? Primarna emisija centralne banke se teoriji i praktično može vršiti preko pet osnovnih tokova ili kanala:

Monetizacijom vrednosnih papira (menica, obveznica i sličnih vrednosnih papira, izdatih od strane privrednih preduzeća koje se nalaze u cirkulaciji unutar tog sektora), dakle neposredno privrednim subjektima, transaktorima. Monetizacija hartija od vrednosti vrše se preko: sistema poslovnih banaka, kreditima centralne banke poslovnim banaka, kreditiranjem države (federacije), odnosno "zaduženje države kod centralne banke" (pozajmice države kod centralne banke, odnosno monetarizacija obveznica javnog duga države preko "otvorenog tržišta"), kreditima ostalim direktnim komitentima centralne banke i kupovinom i prodajom deviznih sredstava (devizne transakcije, operacije deviznim rezervama).

Svaki od navedenih kanala ili tokova emisije ima svoje specifičnosti i dublji odraz na sve osnovne tokove u reprodukciji u celini, posebno u našoj privredi. Ne radi se, dakle, o formamom već o suštinskom razlikovanju tokova emisije primarnog novca, jer oni različito deluju na: 1) Stabilnost privrede, 2) Ovladavanje privrede neposrednom emisijom novca, 3) Prilagođavanje emisije novca stvarnim robno–novčanim transkacijama u privredi, 4) Formiranje optimalne novčane mase, 5) Efikasnost i elastičnost monetarne politike i dr.

Ovde se postavlja osnovno pitanje prvo, da li centralna banka može kontrolisati masu primarnog novca, odnosno da li ga uspešno može prilagođavati potrebama privrednog razvoja: drugo, na koje tokove centralna banka može delovati (kontrolisani tokovi), te koji su tokovi na koje ona nije u stanju delovati (autonomni tokovi)? Prema tome, postavlja se pitanje prirode tih tokova, njihove autonomnosti u odnosu na odluke i mere centralne banke, te mogućnosti ove banke da ih drži pod kontrolom. Sve više se postavlja pitanje: kako ostvariti neposredno spajanje procesa stvaranja vrednosti u privredi i emisiju primarnog novca, ali s dominantnim uticajem stvaralaca vrednosti na sve tokove emisije primarnog novca. Zbog svega navedenog u nastavku ćemo razmotriti osnovne tokove kreiranja primarnog novca, istaknućemo njihove osnovne karakteristike, osnovna delovanja u privredi, te pozitivne i slabe strane monetarnog i kreditnog sistema.

PRIMARNI NOVAC – FUNKCIONALNA STRUKTURA[520]

DINARSKI PRIMARNI NOVAC
Gotov novac u opticaju
Dinarske bankarske rezerve
– Obavezna rezerva banaka
– Žiro računi i gotovina
– Depozitni viškovi banaka
Ostali dinarski depoziti
DEVIZNI DEPOZITI BANKA
Devizni depoziti banaka
– Devizna obavezna rezerva
– Drugi depoziti banaka
Devizni depoziti drugih fin. organizacija
UKUPAN PRIMAR.NI NOVAC

Bankarske rezerve (obavezna rezerva, žiro računi banaka, depozitni viškovi banaka i ostali dinarski depoziti, ali i devizna obavezna rezerva) ne mogu se smatrati primarnim novcem, već rezervnim ili regulatornim novcem. To se ne može smatrati kao monetarna baza, već kao instrument monetarne politike i regulacije. Centralna banka plaća nisku kamatu ili je uopšte ne plaća na obavezne

[520] Gotov novac u opticaju ulazi u sastav novčane mase, ali je preko njega monetarno upravljanje i kontrola monetarnih tokova izuzetno otežana. To zahteva da se gotov novac sve više veže za monetarnu strukturu sektora stanovništva. Gotov novac je više u funkciji potrošnje (novac van banaka i pošta, uglavnom u rukama stanovništva), a manje likvidnosti privrede. Iz navedenog razloga upoređivanje kretanja novačane mase i drušrvenog proizvoda nije adekvatan indikator snabdevenosti privrede likvidnim sredstvima.

rezerve banaka, što se javlja kao oportunitetni trošak, čime se povećavaju kamatne stope na plasmane banaka. Novac za imobilisana sredstva mora da poskupi, čime je teško voditi politiku niske kamatne stope. Iz navedenog se izvlače i poznati odnosi, Mo – masa bankarskih rezervi + novac u opticaju (R + G), Ml – masa depozitnog novca + novac u opticaju (D + G)

U razvijenim kapitalističkim privredama najveći deo emisije primarnog novca formira na bazi kreditiranja države, a samo neznatan deo kreditiranjem komercijalnih banaka. Emisija se vrši, uglavnom, preko "otvorenog tržišta" kupovinom obveznica javnog duga, a ovo je vezano za sve razvijeniji dug i razvijeno finansijsko tržište u ovim privredama.[521] To ne znači da centralna banka ne kreditira i ne sme kreditirati poslovne banke, naprotiv, te ne sme postojati nikakva diskriminacija. Međutim, povezanost između njih se uspostavlja uglavnom preko kupovine ili prodaje vrednosnih papira na tzv. "otvorenom tržištu". Tokovi kreiranja primarnog novca mogu se prikazati na sledeći način, uključujući i devizne transakcije.

TOKOVI FORMIRANJA PRIMARNOG NOVCA

I – PRIMARNI NOVAC
1. DINARSKI PRIMARNI NOVAC
Gotov novac u opticaju
Žiro računi banaka i blagajna
Depozitni novac, obavezna rezerva hartije od vrednosti
2. DEVIZNE OBAVEZE NBS PREMA BANKAMA–DEVIZNI PRIMARNI NOVAC
IV – PLASMANI IZ PRIMARNE EMISIJE
Krediti državi – dinarski
Krediti bankama*
Hartije od vrednosti (drugim sektorima)

Osnovni tokovi (kanali) kreiranja primarnog novca su plasmani (krediti i drugi plasmani) centralne banke i promena deviznih sredstava kod centralne banke. Ukoliko se monetarnoj politici, u sklopu ukupne ekonomske politike, želi osigurati veća elastičnost i efikasnost u procesu stabilizacije privrede, neophodno

[521] U razvijenim kapitalističkim privredama kao npr. u SAD, Federalni Rezervni Sistem količinu novca u opticaju reguliše kupovinom i prodajom državnih vrednosnih papira (obveznica javnog duga). Smanjenje novca u opticaju vrši se prodajom vrednosnih papira, a povećanje novca u opticaju njihovom kupovinom. (Videti u tom smislu deo Politika otvorenog tržišta, u kojem je to šire objašnjeno).

je ukloniti takav impuls globalnoj potrošnji i inflaciji – kakav je kanal deficitnog finansiranja budžeta federacije, pa i drugih oblika finalne potrošnje. Isto tako, potrebno je naglasiti da fiskalni segment i platno–bilansna komponenta emisije novca danas nemaju neposrednu vezu s ponudom roba i usluga na domaćem tržištu, tako da mehanizam osiguravanja potrebne količine novca u opticaju sve teže ispunjava zahteve monetarne ravnoteže preko sistema robno–novčanih transakcija, koje redovno nailaze na ova ograničenja. Ovo je posebno važno zbog toga, jer se centralna banka pretvorila u specifičnu investicionu banku, a zadužena je isključivo za kratkoročnu politiku i likvidnost banaka i privrede, odnosno reprodukcije u celini. Teško je u takvim odnosima kreditiranja očekivati veću efikasnost monetarno–kreditne politike i ispunjavanje osnovnih ciljeva i zadataka koji se obično pred nju postavljaju.

Plasmani iz primarne emisije najvećim delom (82%) se odnose na kredite državi, a svega 17% poslovnim bankama, na osnovu čega one dalje vrše multiplikaciju kredita i depozita. Veliki je problem što poslovne banke drže znatno veća sredstva obavezne rezerve i depozlinih viškova kod centralne banke u odnosu na dobijene kredite. Problem je i u tome što se najveći deo primarnog novca nalazi u obliku gotovog novca koji je ograničavajući faktor multiplikacije poslovnih banaka. Time je poslovno bankarstvo dvostruko ograničeno u vođenju sopstvene monetarno–kreditne politike.

Primarna emisija nastala na osnovu zaduženja države kod centralne banke je iskrivljena. Naime, uključivanjem depozita države u bilans centralne banke s jedne strane i davanjem kredita državi s druge, traži se neto pozicija države kod centralne banke. Međutim, zaboravlja se da uključivanje javnih prihoda (države kod emisione banke znači nihovu demonetizaciju ili poništavanje, čime se veliki deo javnih prihoda izvlači iz bilansa poslovnih banaka i ograničava njihova kreditna sposobnost, odnosno moć multiplikacije.

Naplaćeni prihodi države (depoziti) se iz dohotka prelivaju i poništavaju kod centralne banke, a zatim se koriste krediti kod iste banke. Iz neto pozicije države kod centralne banke proizilazi da je poništavanje novca u poslednjoj godini 116 milijardi ili 58% stanja novčane mase u 2006. godini. Ovim se postiže najmanje pet efekata:

1. Neutralizacija prihoda (novca) budžeta kod centralne banke,
2. Smanjivanje depozita komercijalnih banaka i godine likvidnosti, odnosno kreditne sposobnosti,
3. Veća zavisnost poslovnih banaka od centralne banke,
4. Efekti kamatne stope (prihodi) prelaze u centralnu banku,
5. Manja je efikasnost unutrašnje monetarne politike i stimulativna monetarna emisija

Evropska centralna banka vrši emisiju novca uglavnom operacijama na otvorenom tržištu. Nedeljnim aukcijama zajmova i refinansiranjem hartija od vrednosti predstavlja osnovni kanal kojim se tržište novca snabdeva likvidnim

sredstvima. Drugo, postoje i fine operacije kojima se utvrđuje plafon i minimum kratkoročne kamatne stope. Operacije se odvijaju svakodnevno. Treće, "repo", operacije koje se odnose na otkup hartija od vrednosti na određeni dan po utvrđenoj kamati (refinansiranje), kao i maksimalnu i minimalnu kamatnu stopu. ECB ima potpunu kontrolu kratkoročne (dnevne) kamatne stope.

2. KREDITI CENTRALNE BANKE POSLOVNIM BANKAMA

Centralna banka odobrava kredite poslovnim bankama po sledećim kanalima:

1. Reeskont hartija od vrednosti
2. Krediti za likvidnost banaka,
3. Krediti za selektivne namene,
4. Krediti bankama za posebne namene.

Odobravanje kredita poslovnim bankama centralna banka vrši sledeće funkcije:

Prvo, usmeravajuću preko namena kredita bankama i stimulisanja određenih privrednih aktivnosti (izvoz, uvoz, poljoprivreda, proizvodnja);

Drugo, kompenzirajuću funkciju da bi se nadoknadio odliv novca sa računa banaka i očuvala likvidnost bankarskog sistema. Bez ove kompenzirajuće funkcije često bi bili ugroženi tokovi snabdevanja privrede potrebnom masom novca.

Treće, odobravanjem kredita bankama centralna banka reguliše njihov slobodni kreditni potencijal i masu njihovih kreditnih plasmana. Dakle, reguliše se kreditna aktivnost banaka.

Kod reeskonta hartija od vrednosti uglavnom se radi o reeskontu menica, reeskontu blagajničkih zapisa i drugih hartija od vrednosti.

Direktni krediti poslovnim bankama zamenjeni su kupovinom hartija od vrednosti na finansijskom tržištu ("politika otvorenog tržišta"). Neizgrađen sistem globalnog regulisanja kreditnog potencijala banaka[522] dovelo je do toga da se osnovni tokovi primarne emisije svođe na kredite državi ("neto pozicija" države kod centralne banke) i repo operacije između centralne i poslovnih banaka (kupovina i reotkup hartija od vrednosti pod određenim uslovima).[523]

[522] U duhu već prikazanog neoliberalizma u našoj ekonomskoj i monetarnoj politici selektivna kreditna politika je gotovo nestala (mada je nužna). Uglavnom je zadominirao sistem kvantitativnog regulisanja i linearna monetarna politika (politika otvorenog tržišta, devizne rezerve i kreditiranje države).

[523] Repo transakcije krajem 2005. iznose 14,5 milijardi.

3. MONETARNO FINANSIRANJE DRŽAVE

Direktno zaduženje države kod emisione banke je vrlo često korišćen kanal za emisiju primarnog novca u modernim privredama. Emisija novca je vezana za stvaranje stalnog budžetskog deficita (veći javni rashodi u odnosu na redovne prihode budžeta), odnosno za stvaranje javnog duga države kod centralne banke. Od 74 zemlje, za koje se vodi zvanična međunarodna statistika, njih 72 imaju deficit. Međutim, postoje razlike u tome da li se država direktno zadužuje kod centralne banke (direktna monetizacija deficita države) ili sredstva pronalazi na finansijskom tržištu, odnosno "otvorenom tržištu". Emisija novca, na bazi porasta javnog duga kod centralne banke, dovodi do direktne nepokrivene emisije novca (emisija "ex nihilo"), što je danas jedan od osnovnih faktora savremene inflacije u većini privreda. Time zaduživanje države (kod nas republike) kod centralne banke ima šire efekte u preraspodeli nacionalnog dohotka, ponašanja potrošnje, investicija i nestabilnosti privrede. Indirektno pokriće budžetskog deficita, preko operacija na otvorenom tržištu, ima druge efekte, ne znači emisiju "ex nihilo", već uglavnom peraspodelu postojeće kupovne snage preko operacija kupovine i prodaje vrednosnih papira na tom specifičnom tržištu. Taj metod danas koriste sve razvijenije zemlje koje imaju razvijeno finansijsko tržište i "open market operacije".

Politika "otvorenog tržišta" se tretira više kao instrument kratkoročnog snabdevanja privrede novcem, odnosno kao kanal primarne emisije, a ne kao instrument finansiranja realnih ili finansijskih investicija učesnika na ovom tržištu.

U teoriji postoje stavovi da se država može privremeno zadužiti kod centralne banke, u obliku kratkoročnog, letećeg duga, a on se redovno vraća u roku iz redovnih javnih prihoda.[524] Radi se o tome da se samo premosti nepoklapanje u vremenu stvaranja javnih rashoda i formiranja javnih prihoda. Dodatno kreiranje novca, smatra se, tada ne bi imalo inflaciono delovanje. Međutim, finansijski deficit budžeta države je hronična pojava. Radi se o sistematskom stalnom budžetskom deficitu.

Stalno je prisutan deficit finansijskih sredstava u budžetu federacije, a on, normalno, treba da se pokriva novčanom akumulacijom. Budžetski deficit se kretao prosečno oko 18% u odnosu na budžetske rashode, a u nekim godinama i 40%. U nedostatku "zdravog oblika finansiranja" budžetskog deficita države se redovno javlja za kredite iz emisije centralne banke.[525] U nekim godinama to iznosi 40% bruto primarne emisije.

---

[524] U tom slučaju nije dozvoljena konverzija kratkoročnog ili letećeg duga u dugoročni (konsolidovani) dug, jer se tada radi o dugoročnom ili investicionom finansiranju iz emisije, sa svim negativnim posledicama na stabilizaciju.

[525] U uslovima nedovoljno efikasnog finansijskog tržišta, nepoverenje u vrednosne papire (obveznice federacije) od strane stanovništva i ostalih sektora s eventualnim viškom akumulacije, zatim postojanje visoke stope inflacije koja znatno prelazi kamatu na obveznice i sl., svaki pokušaj da se deficit budžeta federacije finansira emisijom državnih obveznica, usmerenih prema sektoru stanovništva (koji uglavnom

Emisijom primarnog novca, što predstavlja konačnu emisiju, postiže se određeni negativni efekti:

Sužava se prostor za snabdevanje robno–novčanih tokova potrebnom količinom novca, uz direktno povezivanje ovih tokova u privredi s emisijom novca (ovo posebno dolazi do izražaja u sprovođenju određenih kvantitativnih zadataka monetarno–kreditne politike). Upravo povezivanje emisije primarnog novca s robno–novčanim odnosima između preduzeća, predstavlja potreban osnovni koncept novih odnosa u kreiranju primarnog novca.

Emisija primarnog novca i novčane mase za finansiranje deficita budžeta onemogućava efikasno provođenje politike regulisanja potrebne količine novca u opticaju.

U takvom slučaju radi se o pretvaranju primarne emisije u sistem finansiranja konačne potrošnje (investicija, intervencija u privredi, sanacija i dr., čime se unose disproporcije u tokove društvene reprodukcije, s obzirom na to da dolazi do stvaranja dodatne mase novca izvan stvarnih potreba proizvodnje i prometa (određenih stvaranjem i raspodelom društvenog proizvoda), a ovo, konačno dovodi do stalnog prekoračenja monetarnih okvira reprodukcije.

Ovakav sistem stvaranja novca dovodi do preraspodele stvarne akumulacije, dohotka i kupovne snage u privredi (po subjektima, regionima, granama i sl.).

Dolazi do čistih inflacionih efekata, uz obezvređivanje novčanih dohodaka iz rada, do pritiska na robne fondove na tržištu, pritiska na cene i nove preraspodele nacionalnog dohotka, a da vlasnici dohotka toga često nisu ni svesni.

Deficit budžeta federacije je u nas stalna pojava, šta više, postoji i tendencija proširivanja. Isto tako, stalna je i praksa njegovog pokrića iz emisije kod banke. U poslednjim godinama deficit je pretvoren u budžetski suficit, bez neto finansiranja budžeta i primarne emisije.

Gotovo polovina primarne emisije centralne banke već godinama unapred je angažovana za pokriće budžetskog deficita. Time prenapregnuti bilansi opšte potrošnje i primarne emisije, koja se preko 80% unapred angažuje za pokriće finalne potrošnje, onemogućava efikasno sprovođenje funkcije regulisanja potrebne količine novca u opticaju, odnosno preduzimanja korektivnih mera monetarno–kreditne politike.

Celi emisioni mehanizam time postaje potpuno neefikasan.

Problem je u tome što se unapred, kada se donosi plan prihoda i rashoda budžeta federacije, ukalkuliše zaduživanje kod centralne banke kao neko "pravo na emisiju novca za svu razliku većih rashoda u odnosu na prihode. Na ovaj način se jedan veći deo primarne emisije, prema zakonu, unapred angažuje za finansiranje opšte potrošnje. Ovaj postupak ograničava efikasnost monetarne politike i

---

raspolaže viškom akumulacije u privredi), nailazi na veliku uzdržanost i ne daje rezultate. U nedostatku inostrane akumulacije izlaz se traži u emisiji obveznica prema poslovnim bankama ili neposrednim angažovanjem sredstava rezerve banaka za ove potrebe, ili pak prema preduzećima u privredi. Srvarni izlaz je uravnotežan budžet koji jedino odgovara našem privrednom sistemu.

onemogućava monetarne vlasti da vođe elastičniju kvantitativnu politiku novca, u odnosu na osnovne ciljeve i zadatke koje moraju sprovoditi u sklopu mera opšte ekonomske politike. No, bez obzira što je ovo suprotno sprovođenju stabilizacione monetarne i opšte ekonomske politike, to je ovakav metod finansiranja nije eliminisan i sistema primarne emisije.

Depoziti javnog sektora su "prebačeni" iz bilansa poslovnih banaka u bilans centralne banke tako da se u odnosima ova dva subjekta traži "neto pozicija" države.

Neto pozicija države kod centralne banke pokazuje da je veće povlačenje i poništavanje novca u odnosu na kreirane, tako što su depoziti javnog sektora veći u odnosu na korištene kredite kod centralne banke.

4. DEVIZNE REZERVE KAO KANAL KREIRANJA PRIMARNOG NOVCA

4.1. Teorijski i globalni pristup

Devizne rezerve centralne banke sastoje se iz sledećih sredstava: 1) Monetarno zlato, 2) Specijalna prava vučenja, 3) Efektiva i devize (kratkoročna i dugoročna devizna potraživanja). To predstavlja deviznu aktivu centralne banke.

Devizna pojava obuhvata kredite kod MMF i ostale devizne obaveze (kratkoročne i dugoročne devizne obaveze prema inostranstvu).

Ako se od ukupne devizne aktive oduzme ukupna devizna pasiva dobija se kategorija neto devizne transakcije centralne banke s inostranstvom.

Monetarni efekti deviznih transakcija se ogledaju u sledećem:

1. Oni predstavljaju plasiranje ili povlačenje primarnog novca,
2. Kreiranje primarnog novca povećava se kreditni potencijal poslovnih banaka, koje na osnovu toga vrše multiplikaciju depozita.
3. Povlačenjem primarnog novca dovodi do negativnog procesa muitiplikacije u bankarskom sistemu.

Kupovina i prodaja deviza u bilansu centralne banke odražava se kroz promene potraživanja ili obaveza centralne banke. Veća kupovna deviza od prodaje deviza kod centralne banke znači povećanje deviznih potraživanja i na toj osnovi kreiranje primarnog novca. Kao prodavci deviza javljaju se poslovne banke, preduzeća i stanovništvo. Prodajom deviza dolaze do domaćeg novca i porasta kreditnog potencijala banaka. Porast potencijala je manji za izdvojenu obaveznu rezervu banaka kod centralne banke. Ova promena kreditnog potencijala postaje osnova za nastanak procesa multiplikacije kredita i depozita u bankarskom sistemu.

DEVIZNE TRANSAKCIJE CENTRALNE BANKE

DEVIZNE REZERVE					
Monetarno zlato					
Specijalna prava vraćanja					
Efektiva i devize					
DEVIZNA POTRAŽIVANJA OD INOSTRANSTVA					
DEVIZNE OBAVEZE PREMA INOSTRANSTVU					
Krediti kod MMF					
Ostale obaveze					
UKUPNE DEVIZNE OBAVEZE					
NETO EFEKAT NA EMISIJU					

Smanjenje obaveza prema inostranstvu, ukoliko centralna banka kupuje devize da bi otplatila dospele obaveze prema inostranstvu, dovodi do kreiranja primarnog novca. Ako, nasuprot tome privredni subjekti, država ili stanovništvo smanjuju svoje obaveze prema inostranstvu (otplatama kredita i sl.) oni su primorani da kupuju devize kod centralne banke za domaći novac. Kupovinom deviza dolazi do povlačenja i poništavanja novca, dok će odliv deviza u inostranstvo smanjiti devizne obaveze prema inostranstvu. Dakle, smanjenje devizne aktive i povećanje devizne pasive centralne banke dovodi do povlačenja primarnog novca.

Za monetarni efekat je važna neto pozicija finansijskih transakcija u inostranstvu, to znači da će porast neto potraživanja, odnosno smanjenje neto inostranih obaveza centralne banke delovati u pravcu kreiranja primarnog novca. I obrnuto. To je postao jedan od osnovnih kanala primarne emisije novca. Naravno, na kvantum emisije ili povlačenja novca deluje i kretanje deviznog kursa. Precenjeni kurs domaćeg novca smanjuje emisiju, dok se podcenjeni (devalvirani) kurs javlja kao dodatni faktor emisije domaćeg novca.

4.2. Tokovi formiranja i "plasman" deviznih rezervi i emisija novca bankarskog sistema

Devizne rezerve danas se uglavnom sastoje od: 1) Specijalnih prava vučenja, 2) Konvertabilnih deviznih sredstava i 3) Kratkoročnih hartija od vrednosti koje glase na devize.

Devizne rezerve se mogu formirati:

1. Izvozom robe i usluga,
2. Inostranim kreditima,
3. Donacijama,
4. Doznakama iz inostranstva,
5. Deviznom štednjom,
6. Konverzijom domaćeg novca sektora stanovništva u inostrana sredstva (devize).

Devizne rezerve služe za finansiranje deficita platnog bilansa (potreban uvoz), odbranu deviznog kursa u uslovima fluktuirajućeg deviznog kursa i servisiranje dospelih obaveza po inostranim dugovima (održavanje likvidnosti u međunarodnim plaćanjima).

Visina i kvalitet deviznih rezervi (sigurnost, poreklo, kvalitet, struktura, stabilnost, plasman) osiguravaju sledeće:

- Jačanje poverenja u nacionalnu valutu i ekonomiju,
- Stabilniju monetarnu politiku, ako se emisija oslanja na devizna sredstva kao "pokriće" za emisiju domaćeg novca,
- Povoljnije uslove za uzimanje inostranih kredita,
- Povoljniju međunarodnu i političku poziciju i sigurnost, odnosno poverenje,
- Prvu liniju odbrane od platno–bilansnih šokova i udara sa svetskog finansijskog tržišta.

Iz aspekta emisije novca na osnovu deviznih rezervi bitna su dva momenta:

1. Poreklo i struktura deviznih rezervi,
2. Plasman, angažovanje i raspoloživost rezervi.
3. Videli smo prethodno izvore formiranja deviznih rezervi.

Uglavnom se polazi od načelnog stava da porast deviznih rezervi dovodi do porasta emisije domaćeg novca preko otkupa deviza od strane centralne banke. Ovo se odnosi na prodaju deviza centralnoj banci ostvarenih izvozom (preduzeća, stanovništvo, država, banke), odnosno prodajom deviza, sektora stanovništva (doznake, smanjenje devizne štednje). Međutim, porast deviznih rezervi preko korištenja inostranih kredita različito se odražava kada kredite koriste poslovne banke, preduzeća, država ili centralna banka. Ako ove kredite koriste navedeni sektori van centralne banke tada njihovom prodajom centralnoj banci vrši se emisija domaćeg novca. Ako, kredite koristi centralna banka za "popunu" deviznih

rezervi tada nema dodatne emisije novca. Ako se odnosi i na donacije za popunu deviznih rezervi centralne banke, ali ne i drugih sektora.

U devizne rezerve se uključuju (kod nas) i devizne obavezne rezerve banaka kod centralne banke, mada je to metodološki neispravno, kao i sredstava od prodaje preduzeća i banaka inostranstvu.

Ovakve devizne rezerve stavljaju se u odnos sa emisijom novca centralne banke kao nekakvo "pokriće" ili osnovni kanal emisije. Čak se vezuje i visina novčane mase i deviznih rezervi, pri čemu se izračunava određeni koeficijent.

Da bi se otkrila navedena "povezanost" potrebno je videti strukturu deviznih rezervi i njihova povezanost sa novčanom masom i primarnom emisijom.

Dakle, zlato (mada je demonetizovano), specijalna prava vučenja, hartije od vrednosti i efektiva oročena u inostranstvu – nemaju direktne veze sa primarnom emisijom i novčanom masom u zemlji. Bitni su tokovi formiranja deviznih rezervi, a ne njihova visina.

Devizne rezerve nisu u celini povezane s tokovima emisije primarnog novca i novačne mase. Menjački poslovi su osnovni kanal priliva, na čemu se radi o emisiji gotovog novca, dok prodaja deviza centralne banke na međubankarskom deviznom tržištu znači povlačenje depozita privrednih subjekata (uglavnom uvoznika). Time se menja struktura novčane mase – raste gotov novac u rukama stanovništva, a povlači se depozitni od privrede. Obavezna rezerva na devizne depozite i kredite banaka i rezerva za novu deviznu štednju nemaju neposredne veze sa emisijom ili povlačenja primarnog novca ili novčane mase. To su autonomni i zatvoreni tokovi (blokiranja). Što se ne odnosi i na inokredite državi i donacije (koji konverzijom u domaći novac postaju izvor rasta novčane mase). Prihodi od privatizacije (devizni priliv) samo u slučaju konverzije (prodaje) imaju veze s emisijom novca. Samo, ovde prodaja imovine služi kao osnov emisije novca, a ne akumulacije. Stoga ovom izvoru nije mesto u deviznim rezervama.

4.3. Primarna emisija novca i selektivni program – strukturno i razvojno delovanje monetarne politike

Emisija primarnog novca se, u načelu, može vršiti na dva osnovna kanala regulisanja: kvantitativnom i kvalitativnom. Teško je danas poći od samo jednog oblika emisije novca, jer svođenje emisije novca, bilo na jedan ili na drugi tok, dovelo bi do neelastičnosti monetarne politike i njene manje efikasnosti. Zbog toga se obično pristupa korišćenju oba toka emisije primarnog novca.

Emisija primarnog novca preko monetizacije sasvim određenih poslova (selektivna kreditna politika), realizuje se putem sistema poslovnih banaka (kreditiranje korisnika kredita), s tim da mogu izvršiti refinansiranje tih plasmana u određenom procentu kod centralne banke (reeskontai poslovi). Osnovni elementi koji određuju ovaj tok emisije novca su:

1. Šira ili uža skala namena i vrsta poslova koji se refinansiraju kod centralne banke;
2. Visina reeskontne stope;
3. Visina kamatne stope na ove oblike kredita;
4. Rokovi reeskonta.

Preko određivanja tih elemenata, centralna banka vodi politiku usmeravanja dela primarne emisije, ali značajno deluje i na ukupnu politiku usmeravanja kredita poslovnih banaka u te namene.

Broj namena, koje su ulazile u selektivni program, kretao se, na primer, u godini 1970–1980 od 27 do 33, dok se stopa reeskonta kretala između 30 i 100%.

Osnovne namene i poslovi koji su ulazili u reeskont su: izvoz, poljoprivreda, izvoz opreme i brodova, uvoz iz određenih zemalja i dr.

Selektivni krediti predstavljaju poseban oblik monetizacije određenih poslova od zajedničkog interesa, a, istovremeno, deluju razvojno, strukturno i konjunkturno. Ovde se radi, pre svega, o kreditiranju izvozno–uvoznog kompleksa, poljoprivredne proizvodnje, prometa poljoprivrednih proizvoda i dr. od strane centralne banke, ali preko poslovnih banaka. Od ukupnih selektivnih kredita u 1996. godini, na izvoz otpada 22%, na poljoprivredu 70%, a uvoz 8,0%. Od ukupne primarne emisije, na sve selektivne namene u 1996. godini otpada 23%.[526]

U našoj novijoj monetarnoj teorijskoj misli postoji teza (doduše, ne tako razvijena) da bi trebalo izvršiti prebacivanje s centralne banke neposredno na poslovne banke emisiju novca za selektivne namene. One bi, prema ovom stavu, vršile racionalnije usmeravanje svih sredstava, s većim osećajem za njihov strukturni razmeštaj.

Uz dileme koje se pri tome javljaju, postavlja se i pitanje: zbog čega ovaj sistem kreditiranja (posebno izvoznih poslova) ne prebaciti direktno na preduzeća u privredi, ili, pak, namenski preko banaka u sektor izvoznika, i to niskokamatno. Jer, takva ulaganja je moguće tretirati kao kapitalna ulaganja s dužim rokom, uz adekvatno jačanje izvoznog sektora privrede. Tom se emisijom novca neposredno podstiče stvaranje akumulacije u ovom sektoru (s brojnim, pa i multiplikativnim efektima).[527]

Time se mogu ostvariti značajni efekti u sektorskom rasporedu novca (uz sada adekvatnije podešenu fiskalnu politiku, bez koje nema, niti može biti, efikasne monetarne politike), kao i regionalnom rasporedu novca i kredita.

---

[526] "Nažalost u poslednjim godinama centralna banka prihvata koncepciju linerane i neselektivne monetarne regulacije, tako da nestaje kategorija selektivnih kredita, što je nedopustivo za jednu privredu u razvoju, koja mora voditi selektivnu razvojnu politiku.

[527] Izvršne izmene i popravljanja nekih elemenata kod ovih kredita, kao što je povećanje reeskonta za izvoz opreme sa 80% na 95% produženje roka vraćanja kredita s dve na tri godine, te održavanje niske kamatne stope na 1%, doveli su do određenog porasta izvoza, međutim, to još nisu stvarne duboke promene u tretmanu ovih poslova u našoj ekonomiji. (Videti detaljnije o selektivnoj kreditnoj politici u delu: Instrumenti monetarno–kreditne politike – Selektivna kreditna politika).

Ostvareni izvoz nije samo jedna, trenutna operacija. U sve složenijim međunarodnim ekonomskim odnosima, postojanje trgovinskih i carinskih otvorenih ili prikrivenih barijera, potrebno je sve više istražiti, osvajati, pratiti i zadržavati vrlo nestabilna inostrana tržišta. Deo emisije novca bi se mogao prebaciti s kreditiranja finalne potrošnje na stimulisanje izvoza, a indirektno preko porasta carina (uglavnom sektora stanovništva i neesencijalnog uvoza) i poreza na uvoz, mogao bi se osigurati dodatni iznos sredstava za pokriće rashoda saveznog budžeta, kao i za intervenciju u pravcu stimulacije izvoza preko dodatne akumulacije – u drugoj fazi razvoja (što je razvijen sistem u drugim razvijenim zemljama).

U neizgrađenim mehanizmima poslovnog povezivanja unutar privrede (povezivanja sredstava i razvojnih planova), kao i odsustva povezanosti sredstava banaka, ukidanje kredita za selektivne namene kod centralne banke i njihovo prenošenje na poslovne banke ne bi dalo očekivane efekte. Javila bi se velika praznina u finansiranju i kreditiranju ovih poslova, ali s brojnim negativnim efektima na sektoru izvoza. Banke za ove namene jednostavno nemaju sredstava. To su i krediti koji se obično daju pod povoljnijim uslovima (niža kamata, duži rokovi i dr.).

Finansiranje izvoznih oslova (i sektora) privrede ima sve pretpostavke za beskamatno direktno i automatsko kreditiranje iz primarne emisije. To pretpostavlja i razvijen sistem indirektnog finansiranja deficita platnog bilansa kroz nacionalni monetarni sistem, mada i dalje zadržavamo nekonvertibilni novac.

Dosadašnji sistem kreditiranja preko centralne banke i poslovnih banaka nije osiguravao takav generalni zaokret.[528] To se vidi i iz podataka da je iznos izvoznih kredita prema izvršenom izvozu u periodu 1970–1978. godine održavan na visini i od svega 23–41%.[529] U periodu 1990–2000. taj iznos je još niži, da bi u novoj fazi gotovo nestao. Monetarno regulisanje se sasvim neopravdano, prebacuje u linerani sistem otvorenog tržišta i promene deviznih rezervi.

Prema tome, stopa monetizacije tih poslova (refinansiranje kod centralne banke) je vrlo niska, rokovi su kratki u odnosu na vrste poslova, kamatna stopa (mada znatno niža u odnosu na druge oblike kredita banaka) je i dalje visoka, te zbog visine kredita opterećuje ostvareni dohodak tih sektora.

Ukoliko se želi dati snažniji podsticaj izvozu u uravnotežavanju platnog bilansa, neophodno je dalje razviti nove instrumente finansiranja ovih poslova, jer bez njih izvozna privreda (s visokim cenama i troškovima, niskom vlastitom akumulacijom, nepovoljnim odnosom na svetskom tržištu, gubicima zbog precenjenog kursa u izvoznim poslovima u odnosu na domaće tržište) nema mogućnosti da se brže razvija.

---

[528] Bez obzira što je kamatna stopa na ove plasmane bila relativno niska (iznosila je kod kredita bankama i Fondu za izvoz 2,3%, selektivnih kredita 2,2%, a na ukupne plasmane iz primame emisije 1,9%.

[529] Izvor: Narodna banka Jugoslavije, Godišnji izveštaj 1977, str. 43. Šire o navedenom problemu videti u radu: dr S. Komazec: Sistem uravnotežavanja eksterne ekonomije, Jugoslovensko bankarstvo, br. 12, 1978.

5. NOVČANA MASA I MONETARNI AGREGATI

5.1. Primarna emisija i monetarna politika

Primarna emisija u bankarskom sistemu predsavlja inicijalni monetarni tok kojim centralna banka i monetarna politika nastoje osigurati izvršavanje postavljenih kvanitativnih zadataka (visina i ponašanje novčane mase, likvidnost privrede i bankarskog sistema i likvidnosti u međunarodnim plaćanjima i dr.), ali i kvalitativnih – preko selektivnog programa (vrsta poslova, oblik monetizacije, namenska sredstva, beneficirani uslovi i sl.).

Primarna emisija centralne banke postaje sve aktuelnija. Ovo, pre svega, zbog dva razloga: prvo, sve veći značaj deficitnog finansiranja iz emisije i, drugo, nužnost dubljih izmena u ovom sistemu kreiranja novca odnosno potreba podređivanja celokupnog mehanizma stvaranja i poništavanja novca u privredi (sektorima u kojima se stvara nova vrednost, odnosno robno–novčane transakcije).

Naš monetarni sistem još nije usklađen s novim proizvodnim odnosom posebno područje kredita i povezivanje sistema emisije i politike novca s realnim proizvodno–prometnim transakcijama. Inicijalni impulsi dodatnog kreiranja primarnog novca najvećim delom ne potiču od proizvodno–prometnih procesa reprodukcije preduzeća u privredi, već od sfere finalne potrošnje. Na toj osnovi već do sada je ugrožen i osnovni koncept stvaranja i poništavanja novca, pa i uloga Narodne banke u tome.

Transformisanje emisije novca u funkciju razvoja privrede je početak rešavanja mnogih problema, nagomilanih u sferi reprodukcije i ekonomiji u celini. Analiza emisije primarnog novca teorijski se može postaviti na nekoliko funkcionalnih ravni:

- Delovanje i značaj primarne emisije u regulisanju optimalne novčane mase i likvidnosti privrede i sl., preko određenih i manje ili više razvijenih, privredi podešenih kanala emisije primarnog novca.
- Delovanje primame emisije na generisanje finalne potrošnje preko više ili manje, razvijenog sistema deficitnog finansiranja i njegovi efekti u privredi.
- Uloga i delovanje primarne emisije na ponašanje kredita u privredi i kredita poslovnih banaka, odnosno delovanje monetarnog regulisanja u celini, naročito preko selektivnih namena na strukturni razvoj privrede.

Regulisanje optimalne količine novca u opticaju je i dalje jedan od osnovnih zadataka centralne banke i monetarno–kreditne politike, uz ostale ciljeve o kojima smo već govorili. U nas dosta dugo traje zadržavanje starih odnosa u politici emisije novca, što je u stvari posledica spore transformacije monterno–kreditne sfere, uz neznatan uticaj neposredno privrede na sistem emisije novca i korišćenje primarne emisije.

Politika novca i izmene u sistemu finansiranja reprodukcije, kao i ostvarivanje dominantnog uticaja privrede na formiranje i raspodelu dohotka, finansijsko

i poslovno povezivanje unutar privrede, procesi prelivanja dohotka, a posebno porast stepena samofinansiranja reprodukcije – ne samo da su paralelni s izmenom sistema emisije novca, već je to jedinstven proces. Ostvarivanje jednog, a ne i drugog procesa, brzo bi "poništilo" pozitivne efekte tih promena, čime bi se ponovo počelo "iz početka". Jedan od prvih značajnih koraka u izmeni tih odnosa u finansiranju reprodukcije i tokova dohotka je novi sistem emisije primarnog novca. Radi se o nužnosti brže transformacije tokova primarne emisije i finansiranja finalne potrošnje u korist monetizacije robno–novčanih transakcija u reprodukcionim procesima sektora privrede.

Do sada se emisija primarnog novca najčešće posmatrala s jednog aspekta: kako odvojiti kreditiranje finalne potrošnje od primarne emisije.

Neophodno je, pored navedenog sagledati i niže navedene segmente primarne emisije. Bez toga je nemoguće dati bilo kakvu seriozniju analizu nove uloge i značaja primarne emisije u reprodukcionom procesu. Da bi se povećala efikasnost monetarne politike i ostvarili osnovni ciljevi koji su joj u okviru opšte ekonomske politike dati, potrebno je utvrđiti:

1. Kako se primarna emisija uklapa u sistem raspodele nacionalnog dohotka i sistem ukupnog finansiranja (alimentiranja sredstava) finalne potrošnje;
2. Kako deluje primarna emisija na formiranje novčane mase, odnosno likvidnost reprodukcije sektora privrede;
3. Da li je moguće potpuno odvojiti primarnu emisiju novca od ponašanja finalne potrošnje i javnog duga, odnosno kako ih neposredno vezati za ponašanje reprodukcije (akumulaciju) sektora preduzeća. Pored ovih, nameće se drugo pitanje: da li dalje prihvatiti deficitno finansiranje u njegovom najgorem obliku (direktno generisanje finalne potrošnje, i to ugiavnom neproizvodne potrošnje, u situaciji kada je ona i inače predimenzionirana), ili emisiji novca ostaviti područje koje stvarno treba da pokriva, s eventualnim podržavanjem određenih selektivnih poslova kojim se podstiču određene strukture promene u privrednom razvoju;
4. Kakav je to mehanizam transmisije primarnog novca, "podešen" sektoru privrede u situaciji kada npr. od primarne emisije, krajem 2004. godine, na monetizaciju privrednih tokova (refinansiranje) otpada svega 17% i na konačnu potrošnju i dugoročne plasmane 83%. Može li se u takvim odnosima i strukruri primarne emisije uopšte govoriti o adekvatnom formiranju novačne mase i likvidnosti reprodukcionih procesa u sektoru privrede?
5. Koliko je stvarni uticaj centralne banke na globalnu kreditnu politiku i usmeravanje kreditnog potencijala poslovnih banaka, kada sredstva primame emisije u njihovoj strukturi učestvuju u neznatnoj visini.

Prema stanju ovih sredstava krajem godine, primarna emisija centralne banke poslovnim bankama učestvuje u ukupnom kreditnom potencijalu poslovnih banaka u 2004. godini sa svega 0,8% u kratkoročnim sredstvima banaka sa 3,6%, i u kratkoročnim kreditima banaka oko 2%.

DELOVANJE PRIMARNE EMISIJE NA MONETARNU POLITIKU POSLOVNIH BANAKA

Monetizacija vrednosnih papira (Mo)		
Krediti za selektivne namene (Ms		
Plasmani u hartije od vrednosti		
Primama emisija poslovnih banaka (Pbru)		
Kratkoročni krediti banaka (K)		
Novčana masa (M,)		
Kratkoročni depoziti privrede (Dp)		
Učešće primame emisije poslovnim bankama u:		
a) Kratkoročnim kreditima banaka		
b) Novčanoj masi (Pbru: M)		
c) Depozitima privrede (Pbru: Dp)		

Uz potpuno isključenje iz primarne emisije kreditiranja finalne potrošnje (budžetske i investicione).[530] Narodna banka stvarno treba stvarno treba da postane emisiona banka koja će u ovoj fazi svoju aktivnost usmeriti na regulisanje količine novca u prometu, preko sledećih tokova:

- Monetizacije robno–novčanih odnosa unutar sektora privrede, na bazi monetizacije robnih dokumenata, pre svega menice kao platnog i kreditnog instrumenta;
- Odobravanja poslovnim banaka kredita za izvoz, ili neposredno bankama izvoznih preduzeća privrede, odnosno organizacijama sektora izvoza;
- Odobravanja na kreditnoj osnovi svih oblika kredita iz primarne emisije, kojima se vodi selektivna politika izvoza, uvoza, proizvodnje, poljoprivredi, robnih rezervi i dr.

Odnos centralne banke i poslovnih banaka, odnosno podsticajna politika ove banke u odnosu na kreditnu politiku poslovnih banaka, bolje se oseća kada se

[530] Samo federacija za finansiranje budžetskog deficita od ukupne primarne emisije centralne banke koristila je oko 40% u 1996. godini i 80% u 2004. godini. Može li se efikasno sprovoditi monetarna politika, te emisijom novca podržavati proizvodnja i promet privrede, kada se najpre ex ante pokrivaju potrebe budžeta federacije, druge investicione potrebe (neproizvodne i sanacione potrebe), a ostatak (rezidualna stavka), ostaje za kreditiranje preko posiovnih banaka, proizvodnih i prometnih procesa sektora privrede. Injekcije novca u takvim odnosima i dalje služe da bi se ovaj organizam samo održavao u životu, da bi se mogao izvlačiti višak rada za brojne oblike nadgradnje.

sagleda učešće kredita centralne banke poslovnim bankama u ukupnim kreditima (dinarskim) koje su ove banke odobrile svojim komitentima.

Primarna emisija u kreditima poslovnih banaka učestvuje sa sve manjim učešćem (0,8%), a u kratkoročnim 1,6%. Ako se od dinarskih kredita centralne banke oduzmu depozite koje poslovne banke drže kod centralne banke (obavezne rezerve, depoziti, žiro račun), tada gotovo ne postoji podrška centralne banke kroz primarnu emisiju kreditnog potencijala banaka. Naravno, potpuno je različit efekat ovih troškova kod pojedinih poslovnih banaka.

U monetarnoj politici i monetarnom regulisanju primarni novac je vrlo značajan agregat. Primamim novcem se nastoji držati pod kontrolom emisija poslovnih banaka. Njegova emisija i povlačenje upućuje i na orijentaciju i karakter monetarne politike koju vodi centralna banka.

Međutim, sam koncept primarnog novca traži redefiniciju i drugačiji pristup u monetarnoj teoriji.

Ne vidimo ni jedan argument u prilog stavu da su obavezna rezerva i žiro računi banaka kod centralne banke (na kojima se nalaze depoziti kod banaka iz dohodaka kroz raspodelu) primarni novac. To se odnosi i na ostale dinarske depozite, ali i devizne depozite banaka. Tu kategoriju može da zadrži samo gotov novac u opticaju (u celini, i kod banaka i pošte) kao i krediti centralne banke, dati bankama i drugim sektorima, odnosno promena deviznih rezervi centralne banke. Ostalo su stvar konvencije i nekritičnog pristupa monetarnoj politici i monetarnom regulisanju. To se posebno zapaža i kod neto pozicije pojedinih sektora kod centralne banke, ali i kod izračunavanja monetarnog i kreditnog multiplikatora.

Emisija novca centralne banke i poslovnih banaka najčešće se tretira iz aspekta osiguranja potreba za tekućim novcem za plaćanja, odnosno kao transakcioni novac. Drugim rečima, tretira se iz aspekta formiranja potrebne količine novca u opticaju (održavanje tekuće likvidnosti privrede i drugih sektora). Ona dubinska veza između tekućeg novca i dohotka (štednje), koja se formira preko novčanih tokova formiranja i raspodele nacionalnog dohotka, ovde se i ne nazire, a posebno "pretvaranje tekućeg novca u kapital", neophodno za finansiranje investicija i razvoja. Da li postoji takva veza i da li je moguće svesno koristiti bez opasnosti od inflatornog udara, odnosno velikog debalansa u podbilansima banaka i preduzeća (tekući i investicioni podbilansi)?

Emisija novca centralne banke u duhu monetarne politike i ciljeva koji su zacrtani, uglavnom je usmerena na "optimalno snabdevanje privrede tekućim novcem, likvidnim sredstvima".[531] Tako je emisija primarnog novca u našoj

[531] Često se ističe od strane centralne banke da je osnovni zadatak monetarne politike u određenim periodima očuvanje stabilnosti domaćeg novca (borba protiv inflacije) i stabilnosti deviznog kursa. Da li su to pravi strateški ciljevi savremene monetarne politike? Podsetimo se samo najnovije odluke Evropske centralne banke u pogledu budžetskog deficita, kamatne stope, stope inflacije i visine dozvoljenog javnog duga u društvenom proizvodu (60%). Dozvoljava se elastičnije tumačenje i ponašanje pošto su

privredi u poslednjoj fazi razvoja je vrlo nefunkcionalna iz aspekta kreativaca privrednog teatra.[532]

Da li je ovo primarni novac? To je u stvari gotov novac u opticaju (i to ne u celini). Obavezna rezerva banaka, ali i žiro računi banaka i depozitni viškovi banaka ne mogu se smatrati primarnim novcem, odnosno monetarnom bazom.

Osim gotovog novca ni jedan oblik u strukturi "primarnog novca" ne spada u tu kategoriju, posebno dinarska i devizna rezerva i žiro računi poslovnih banaka (gde se nalaze svi oblici slobodnih depozita i korištenih kredita banaka). To, u osnovi mogu biti krediti centralne banke poslovnim bankama (stanje krajem nekog perioda, odnosno neto pozicija kao rezultat nove emisije i povlačenja kredita).

Da li primarna emisija može (makar i indirektno) preko svojih osnovnih kanala i kvaliteta sredstava da utiče na podsticanje privredne aktivnosti i ekonomski rast. Da pogledamo osnovne oblike primarnog novca.

Primarni novac se emituje preko nekoliko osnovnih kanala (tokova), što se vidi iz prethodnog pregleda. Nas ovde interesuje primarna emisija i njena povezanost sa procesom stvaranja novca u privredi i po sektorima. Krediti bankama za reeskont hartija od vrednosti su klasičan sistem kratkoročne emisije, dok se to ne može reći za kredite za likvidnost, koji pokrivaju često i dugoročne plasmane banaka, čuvajući intime likvidnost. Indirektno, primarna emisija time "popunjava" štednju, jer su kratkoročnim izvorima banke pokrivale investicije svojih komitenata. Kod plasmana u hartije od vrednosti jasno je da su menice kratkoročan instrument plaćanja i osnova za kratkoročne depozite. To već nije slučaj kod obveznica javnog duga države koje treba da se kupuju i prodaju na "otvorenom tržištu" na osnovu formirane štednje[533]. Kod kredita državi je jasna pozicija – krediti države preko centralne banke iznad depozita države kod ove banke (neto pozicija države) pokazuje emisiju novca koja "nadoknađuje" štednju, odnosno dohodak iz raspodele (porezi, doprinosi, takse).

Međutim, ovde se menja "kvalitet" sredstava, naime depoziti države kod centralne banke su iz dohotka, odnosno štednje, sterilišu se (demonetizuju) u bilansu centralne banke, dok joj se ta sredstva "nadoknađuju" primarnim i to dosta skupim novcem (eskontna stopa iznosi 9%, a nedavno je iznosila 18% i 24% na godišnjem nivou).[534] Prema tome, ovde je mesto štođnji i dohotku, a ne emisiji novca centralne banke. Plaćajući poreze i doprinose svi sektori imaju definitivan odliv dohotka u budžete, čime se dohodak poništava, a nasuprot tome povećava kreditna zaduženost javnog sektora kod banaka.

---

dve glavne države EU (Francuska i Nemačka) po svim parametrima iznad dozvoljenih. To znači da su to ograničavajući faktori rasta, pošto je ekonomski rast vrlo usporen, a nezaposlenost izuzetno visoka.

[532] Izvor: NBJ, Statistički bilten, decembar 2006.

[533] Statistički bilten NBS, br. 12, 2006.

[534] Videti kretanje i strukturu kamatnih stopa u nekoliko poslednjih godina, ali i odnos kamatnih stopa međusobno i prema stopi inflacije (Statistički bilten NBS, decembar 2006).

Tu dihotomiju novca, dohotka i emisije novca centralne banke jasno uočavamo kod neto pozicije javnog sektora (države) kod centralne banke.

Dinarski primarni novac najveći uticaj na štednju može ostvariti preko gotovog novca u opticaju (prelivanje u štednju stanovništva kod banaka), što zavisi od odnosa kamate i stope inflacije (gubitka kupovne moći novca), a zatim indirektno preko obavezne rezerve banaka i restrikcije ili širenja mase novca na raspolaganju bankama (povećanje ili smanjenje stope obavezne rezerve). Devizni oblici primarnog novca nemaju takav uticaj, osim da se devizna sredstva banaka drže delom (u cilju sigurnosti) kod centralne banke (devizna obaveza rezerva).

Depoziti države su znatno veći od korišćenih kredita u 2006. godini kod centralne banke, ali i kod poslovnih banaka. Ukupan "višak" depozita u bankarskom sektoru u odnosu na korišćene kredite iznosi preko 163 milijarde dinara. Problem je u tome što se najveći deo ovog viška depozita kod centralne banke odnosi na devizne depozite (99,5 milijardi), dok se kod dinarskih javlja višak depozita od 43,8 milijardi dinara. Kod komercijalnih banaka situacija je identična: dinarski depoziti su znatno iznad dinarskih kredita države kod komercijalnih banaka.[535] Ova sredstva formirana iz javnih sredstava imaju karakter štednje, nalaze se na žiro računima kao neutrošena sredstva države u kratkoročnim depozitima banaka, treba ih izvući iz bliansa centralne banke i ponovo vratiti u bilans poslovnih banaka. Stvarna štednja drugih sektora (država, fondovi, banke) zamagljena je na ovaj način, čime su i bilansi banaka i javnog sektora nerealni i vrlo napregnuti.

Primarni novac, kao simbol kratkoročne politike centralne banke, nije homogen agregat. Naime, gotov novac kao najlikvidniji oblik finansijskih ulaganja, potiče iz dohotka, odnosno štednje (lični dohoci, devizna sredstva, prodaje imovine, penzije, invalidnine i sl.), samo im centralna banka omogućava lakšu ili težu konverziju (npr. depozitnog u gotov novac ili deviza u gotov domaći novac – po određenom kursu). Devizna sredstva su tipičan oblik štednje (akumulacije bogatstva), mada se tako ne tretira, ali i jedan od najvažnijih oblika plasmana novčanih dinarskih sredstava. Dinarski primarni novac tretira i sredstva na žiro računima banaka kao svoj deo, mada se veliki deo ovih sredstava formira i od neutrošenih dugoročnih (štednih) sredstava, konvertovanih deviza u dinarska sredstva, čak i konverzije donacija, doznaka, stranih kredita i sl. u dinarski oblik. Da li je to štednja ili tekući novac? Obavezna rezerva, kako se sada obračunava, zahvata veliki deo dugoročnih depozita (koji predstavljaju štednju), čak i deviznih sredstava (obavezna devizna rezerva). Na ovom području je ostalo mnogo metodoloških i koncepcijskih nedorečenosti, posebno u pogledu mogućnosti vođenja adekvatne monetarne politike.

Problem postaje vrlo jasan kada se pogleda i druga strana bilansa centralne banke, naime plasmani iz primarne emisije. Od 18 milijardi plasmana državi je dato na raspolaganje 15 milijarde (83%), krediti bankama 2,6 milijrade (15%) i

[535] "Izvor: Statistički bilten NBS, 12/2005, tab. 19, 20.

krediti drugim sektorima 0,3 milijardi. Problem je tim veći kada se ima u vidu da su poslovne banke obaveznom rezervom izgubile oko 26 milijardi dinara (a dobile 3 milijarde kod centralne banke).[536]

Da li je, dakle, moguće odvojiti primarni novac od štednje? Da li je moguć konvencionalan, već klasičan pristup, kratkoročnim i dugoročnim depozitima u bilansima banaka i u politici kreditiranja. Kako to da štednja do godine dana ima kratkoročni, a štednja preko godinu dana dugoročan karakter? Naravno, drugi je kvalitet štednje a vrsta i oročene štednje (bez obzira na rok, mada je za oba oblika štednje izvor dohodak).

Može li se primarna emisija novca ovako razložena kako smo to učinili, vezati za ponašanje i strukturu investiranja i dinamiziranje proizvodnje i ekonomskog rasta? Naravno da postoje brojne veze ne samo preko neto pozicije pojedinih sektora kod banaka, već i jasno razgraničenje (koncepciji) tekućeg novca za plaćanja i novca koji vuče poreklo iz dohotka, odnosno raspodele.

5.2. Emisiona dobit i inflatorno finansiranje

Inflatorno finansiranje smanjuje teret javnog duga na dva načina: 1) Emisionom dobiti i 2) Inflatornim porezom. Emisiona dobit ostvaruje centralna banka preko emisije kredita (naplaćena kamata, reeskont). Troškovi emisije su minimalni, a "prihodi" preko kredita vrlo visoki. Jedan deo emisione dobiti (prihoda) odlazi naplaćanje kamata na obaveznu rezervu banaka, dok drugi deo odlazi u prihode budžeta.

Emisiona dobit je viša kod država koje su uvele visoku stopu obavezne rezerve banaka (Španija, Italija, Srbija i sl.) – stvarajući veću zavisnost poslovnih banaka od sredstava centralne banke, a time i veću tražnju za primarnim novcem.

Emisiona dobit se uglavnom posmatra u odnosu na društveni proizvod, mada je ispravnije upoređivati u odnosu na bruto naplaćene kamate banaka, ali i kao učešće u ukupnim budžetskim prihodima (federalni budžet).

Emisiona dobit kod razvijenih privreda je zbog niske eskontne stope i manje zavisnosti banaka od centralne banke, dosta niska, dok je kod nerazvijenijih i inflatornih privreda (u kojima je i eskontna stopa visoka, često i iznad stope inflacije), emisiona dobit je dosta izražena, mada je funkcija centralne banke neprofitna.

Inflatorni porez je u osnovi gubitak koji snose vlasnici finansijske imovine kroz rast cena (inflacija). Država, videli smo, finansira svoje rashode na tri načina: 1) Poreskim prihodima, 2) Emisijom hartija od vrednosti na finansijska tržišta, odnosno uzimanjem kredita kod centralne banke i 3) Štampanjem novca.

Kreiranjem novog novca preko primame emisije „bez pokrića" obično dovodi do inflacije. Emisija novca za pokriće fiskalnih efekata u stvari predstavlja

[536] O negativnim efektima kamate na depozite i kamate na izdvojenu obaveznu rezervu ovde nećemo šire govoriti, mada ugrožavaju rentabilnost i efikasnost banaka i politiku kamatnih stopa.

monetizaciju budžetskog deficita (manjak redovnih prihoda u odnosu na rashode). Izbegavanjem povećanja poreskih prihoda kroz dodatnu emisiju dolazi do rasta cena.[537] Inflacija predstavlja u stvari inflatorno oporezivanje novčanih dohodaka svih subjekata. Realna vrednost novčanih dohodaka opada s rastom inflacije. Emisija novca za prihode fiskalnog deficita u našoj zemlji u 1993. godini (megainflacija) pokrivala je 95% budžetskih rashoda. Kada je stopa inflacije nulta tada države ne ubire prihode od inflacije. Rastom inflacije raste i inflatorni porez, dok stanovništvo, banke i dr. drže sve manje novca (zbog obezvređenja). Finansiranje deficita zaduživanjem države može delovati više inflatorno od nove emisije novca, jer zaduživanje sadrži i plaćanje kamate na dug. Rast duga i kamate u društvenom proizvodu predstavlja objektivnu granicu javnog duga.

Ukoliko javni dug stalno raste u društvenom proizvodu država će u jednoj fazi morati da poveća poreze, odnosno dozvoli rast inflacije, ali i da se zadužuje u inostranstvu, da bi pokrila dospele obaveze po dugu. Inflatornom finansiranju se pribegava kao krajnjem sredstvu kada se porezi ne mogu povećati, a rashodi smanjiti, pri čemu postoji i platnobilansna barijera. Kriza duga često dovodi do preusmeravanja sa finansiranja budžetskog deficita spoljnim zaduživanjem ka monetarnom finansiranju budžeta.

Inflatorni porez deluje na nominalnu aktivu u kojoj se vodi državni dug. Kada cene rastu, vrednost duga erodira, dok vlasnici obveznica imaju kapitalni gubitak. Radi se o redukciji realne vrednosti duga u inflaciji. Emisiona dobit i inflatorni porez su usko povezani. Naime, povećana emisija dovodi do porasta ponude novca i inflacije, a ova kroz inflatorno smanjenje tereta duga (inflatorni porez) do smanjenja realne vrednosti obveznica duga.[538] Ovaj mehanizam deluje samo kada se radi o neočekivanoj inflaciji. Ako vlasnici duga očekuju inflaciju tražiće da novom (nominalnom) kamatom pokriju i troškovi erozije duga. Nominalna kamata raste sa inflacijom, mada realna kamata ostaje ista. To je u stvari indeksiranje vrednosti obveznica u uslovima inflacije. Negativna realna kamata znači da valsnici obveznica plaćaju da bi svoj novac dali na zajam državi kupovinom obveznica.

Rastuća upotreba emisione dobiti (senjoraž) dovodi i do sve bržeg rasta ponude novca, preko monetarnog multiplikatora, ali i do inflacije. Emisiona dobit je jedan od načina finansiranja budžetskog deficita. Nominalni rast primarnog novca (ΔMo) obezbeđuje vladi realne resurse u visini $\Delta Mo/p$ dakle, imamo sledeću relaciju:

$$\Delta B+\Delta Mo/p = G-T+vB$$

Emisiona dobit je je jeftin izvor finansiranja budžeta. Veliki broj hiper-inflacija u svetu posledica je pokušaja vlada da izbegnu budžetsko ograničenje.

[537] Monetarno finansiranje deficita budžeta nastaje kada centralna banka deo javnog duga pokriva bilo direktno kod ministarstva finansija, ili indirektno na otvorenom novčanom tržištu.
[538] Burda i Viploš: Makroekonomija, str. 214.

Hiperinflacije se najčešće zaustavljaju tako što vlade zatvore, svoje deficite, odnosno kada centralna banka prestane da ih finansira.[539]

5.3. Neto domaća aktiva centralne banke i efekti monetarne politike

Projekcija monetarne politike i analiza efekata kreiranja novca centralne banke sve više polazi od kategorije neto domaće aktive.Neto domaća aktiva se može definisati na dva načina: prvo, sa aktivne strane bilansa centralne banke ona obuhvata potraživanja centralne banke prema domaćim bankama i državi i ostalu neto aktivu, dakle imamo:

$$N_{da} = K_k + N_o$$

Sa pasivne strane neto domaća pasiva predstavlja primarni novac i devizne obaveze prema bankama (umanjene za neto potraživanje u devizama prema inostranim komitentima). Neto domaća aktiva centralne banke služi kao instrument za ostvarivanje osnovnih zadataka monetarne politike, a to znači praćenje neto domaće aktive banaka i novčane mase u utvrđenim okvirima. Pošto obuhvata osnovne monetarne agregate i kredite koje centralna banka drži pod kontrolom, kao i ostale novčane tokove to se neto domaća aktiva centralne banke najčešće koristi kao instrument kontrole osnovnih efekata monetarne politike centralne banke.

Porast neto domaće aktive u godini rezultat je povećanja kredita centralne banke poslovnim bankama, ostale neto aktive i deviznih kredita. Istovremeno je došlo i do smanjenja javnog duga države i kredita državi. Preko pasive bilansa centralne banke vidi se kreiranje (odnosno povlačenje) novca, te osnovni oblici novčanih obaveza. Centralna banka tačno zna sa kojim se tokovima stvara novac, kao i osnovni nosioci novca u monetarnom sistemu. Iz našeg primera se vidi da je emisija primarnog novca, posebno gotov novac i depozit banaka glavni izvor novčane emisije, a da su kontraefekte stvarali neto devizna pasiva i devizne obaveze prema bankama.

[539] Multiplikator investicija, multiplikator poreza i javnih rashoda, odnosno budžeta, kao i multiplikator zaposlenosti i spoljnotrgovinski multiplikator šire su obrađeni u knjizi dr Slobodan Komazec: Stretegija stabilzacije ekonomskog sistema..., str. 145–180, odnosno Makroekonomija, izd. Institut za menadžment, Beograd, 1992, str. 451–489.

GLAVA TREĆA

POSLOVNO BANKARSTVO I KREIRANJE DEPOZITNOG NOVCA

1. NOVČANA MASA, LIKVIDNOST PRIVREDE I DRUGIH SEKTORA

1.1 Monetarni agregati i indikatori monetarne politike

Monetarni agregati su u stvari monetarni indikatori koji služe za određivanje kvaliteta i funkcija novca u privredi, ali i za vođenje monetarne politike i politike likvidnosti privrede i drugih sektora. Motivi držanja novca, a time i njihove funkcije u privredi mogu biti: 1) Transakcioni, kada se novac koristi za obavljanje transakcija, odnosno plaćanja roba i usluge; 2) Spekulativni, kada se novac drži u cilju spekulacije na finansijskom tržištu (očekivani pad ili rast kamata, odnosno cena hartija od vrednosti); 3) Predostrožnost u držanju novca, kada se novac drži kao određena rezerva za slučajeve vanrednih okolnosti (što zavisi od uslova privređivanja, raspoloživosti kratkoročnih izvora finansiranja, osnovne orijentacije u monetarnoj politici, raznih očekivanja i dr.)

Monetarna analiza i ekonomska politika najčešće koriste agregat novčana masa (M_1). Pored novčane mase često se koristi i agregat monetarna baza ili primarni novac (Mo). Ovaj agregat se još naziva i novac centralne banke. U ovaj monetarni agregat ulaze sledeća sredstva: Sa pasivne strane neto domaća pasiva predstavlja primarni novac i devizne obaveze prema bankama (umanjen za neto potraživanje u devizama prema inostranim komintetima).

Neto domaća aktiva centralne banke služi kao instrument za ostvarivanje osnovnih zadataka monetarne politike, a to znači praćenje neto domaće active banka i novčane mase u utvrđenim okvirima. Špšto obuhvata osnovne monetarne aggregate i kredite koje centralna banka drži pod kontrolom , kao i ostale novčane tokove to se i neto domaća aktiva centralne banke najčešće koristi kao instrument kontrole osnovnih efekata monetarne politike centralne banke.

PRIMARNI NOVAC

1. Dinarski primarni novac (Mo)
   Gotov novac u opticaju
   Žiro računi banaka
   Blagajna
   Depozitni novac
   Federacije

Obaveza rezerva banaka
Rezervni fondovi

2. Devizne obaveze prema bankama
3. Blagajnički zapisi centralne banke.

Monetarni agregat novčana masa (M_1) najbolje odgovara definiciji novca kao transakcinog (likvidnog) sredstva, te se koristi kao indikator ponude novca. U novčanu masu ulaze sledeća sredstva:

NOVČANA MASA (M_1)
Gotov novac u opticaju
Depozitni novac – sredstva na tekućim i žiro računima, – izdvojena i osigurana sredstva za investicije – sredstva za zajedničku potrošnju – sredstva za stambenu izgrađnju – ostala novčana sredstva. Pored novčane mase često se koristi i agregat M_2 i M_3.

MONETARNI VOLUMEN – UKUPNI DEPOZITI (M_4) kao znatno širi monetarni agregat, prema metodologiji Narodne banke, pored agregata M_3 obuhvata još i dugoročne dinarske i devizne depozite i druga sredstva oročena preko godinu dana, dugorčne obaveze banaka prema domaćim komitentima u devizama, dugoročna udružena sredstva, oročene depozite, dugoročne obaveze po hartijama od vrednosti i dugoročne obaveze banaka po oročenim sredstvima za stambeno–komunalnu izgrađnju.

U nekim razvijenim privredama tržišnog tipa koristi se i agregat MONETARNI POTENCIJAL (M.), koji pored M_4 obuhvata i instrumente tržišta novca u posedu privatnog sektora (bankarske menice, blagajnički zapisi, depoziti lokalnih organa vlasti), certifikate o poreskim depozitima i nacionalne instrumente štednje (isključujući certifikate, SAVE i ostale dugoročne depozite).

Očito je da su novčana masa i dinarski plasmani banaka osnovni agregati preko kojih se najbolje ocenjuje osnovna orijentacija monetarne politike i njena prilagođenost realnim kretanjima u privredi.

"Prema novoj metodologiji u novčanu masu ulaze sledeće kategorije novčanih sredstava:

a) Gotov novac u opticaju (papirni i kovani novac van banaka i pošta), odnosno G;
b) Depoziti po viđenju (D);

$$M_1=G+D$$

U depozite po viđenju spadaju; novčana sredstva na žiro i tekućim računima, izdvojena sredstva za investicije, sredstva za zajedničku potrošnju, sredstva za stambenu izgrađnju i ostala likvidna sredstva.

Prema tome, sva likvidna sredstva ulaze u sastav novčane mase. Time je prihvaćen kriterijum likvidnosti pojedinih oblika novčanih sredstava.[540] Kako uz likvidna sredstva (novčanu masu) postoje i nelikvidna, prema navedenoj metodologiji, kada se novčanoj masi dodaju nelikvidna sredstva, dobija se novi agregat koji se naziva monetarni volumen. Dakle, monetarni volumen je veći od novčane mase za visinu nelikvidnih ili ograničenih depozita.[541]

Prema novoj metodologiji naše centralne banke osnovni monetarni agregati sa M1, M2 i M3.[542]

Prema tome monetarni volnmen obuhvata sva tri prethodna agregata, dok monetarni potencijal u sebe uključuje monetarni volumen (Mv) i nelikvidna sredstva (M3).

2. NOVČANA MASA – OSNOVNI MONETARNI AGREGAT

Novčana masa kao osnovni deo sredstava i istovremeno najvažniji deo novčanih sredstava u formiranju likvidnosti reprodukcije u 2006. godini učestvnje u formiranju monetarne mase M2 na oko 76% i oko 31% monetarne mase M3, ostalo su drugi oblici novčanih sredstava.

Novčana masa se tretira kao primarna likvidnost, kvazi novac kao sekundarna, a ograničeni depozit kao tercijarna likvidnost privrede.

Podela ukupnih novčanih sredstava u privredi na novčanu masu i sredstva izvan novčane mase sadrži dosta sličnosti s Marksovom podelom novčanih sredstava na novac u opticaju i novac kao "blago".

Oblik nelikvidnih depozita danas igra izvesnu ulogu "blaga" – iz njih stalno otiču i u njih se stalno ulivaju određeni delovi novčane mase, tako da stvarno služe kao rezervoari priticanja i oticanja delova novčane mase u promet i iz prometa.

Novčana masa treba da predstavija skup dovoljno aktivnih novčanih sredstava preko kojih će promena novčane mase u dovoljnom stepenu pokazivati promene u visini ukupne kupovne snage na tržištu.

"Krajnji cilj" je u tome da se pronađe ona koncepcija novčane mase koja će najadekvatnije (u svakom slučaju adekvatnije nego monetarni volumen koji u sebi sadrži i potpuno neaktivna novčana sredstva) da održava ukupnu kupovnu snagu zajedno sa svim implikacijama koje ukupna kupovna snaga ima na kretanje reprodukcije, cena i spoljne trgovine.[543]

---

[540] Pored kriterijuma likvidnosti postoji još kriterijum sredstava prometa i plaćanja (znatno uži od prethodnog) i kriterijum aktivnosti sredstava. Kriterijum aktivnosti je teorijski najispravniji, ali ga je gotovo nemoguće u praksi sprovesti, jer nije moguće izvršiti egzaktnu separaciju novčanih sredstava na aktivne, poluaktivne, neaktivne i dr.

[541] Najveći deo kvazi novca odnosi se na štednju stanovništva i ostale obaveze po viđenju.

[542] Izvor: Statistički bilten Narodne banke Srbije, br. 12, 2006, tab. 4, str. 28.

[543] Dr S. Komazec: *Teorija optimalne novčane mase i monetarna politika,* Jugoslovensko bankarstvo, br. 10, 1977, str. 3–17.

Novčana masa kao najvažniji monetarni agregat, zbog navedenih razloga, praćena je i analizirana od strane bankarskog sistema kao celine, posebno od strane centralne banke, budući da je jedna od njenih osnovnih funkcija – da osigura "optimalnu količinu novčanih sredstava u privredi" – koju najbolje reprezentuje novčana masa (M1) i od koje neće doći do monetarnih poremećaja (neravnoteže).

U našoj monetarnoj teoriji sve se više postavlja zahtev da se u novčanu masu uključe i drugi oblici novca, stvoreni u procesu reprodukcije privrede (menica, ček, drugi vrednosni papiri kojima se vrše tekuća plaćanja), odnosno da se novčana masa ne veže samo za novac koji stvaraju banke. "Državna teorije novca", koja inače danas dominira, ne priznaje druge oblike novca osim onih koji stvaraju banke. Da bi novčana masa mogla biti agregat za ocenu adekvatnosti monetarne politike, kao i njen instrument, mora uključivati i druge oblike sredstava plaćanja emitova na u privrednim procesima. Ovde se, pre svega, misli na menice i čekove, kojima se stvara dodatna kupovna snaga na tržištu, pa i drugi oblici komercijalnog novca, koji cirkulišu i služe za piaćanje između privrednih subjekata.

Time je supstituisan "stvarni" bankarski novac, uz ubrzanje procesa plaćanja, ali bez upotrebe depozitnog novca banaka. Prema drugim shvatanjima, trebaio bi na neki način u novčanu masu uključiti i međusobna dugovanja i potraživanja u privredi, kao i druge oblike novca koje stvara sama privreda i koji se danas nalaze izvan monetarnih agregata centralne banke, mada se njima vrši realizacija velikog dela društvenog proizvoda. Moderni novčani sistemi stvaraju sve novije oblike novčanih supstituta koji zamenjuju bankarski novac u funkciji prometa i plaćanja, kao i likvidnosti privrede i drugih sektora.

Gotov novac u opticaju u našoj privredi učestvuje u bruto domaćem proizvodu daleko niže u odnosu na razvijene privrede. Privredni sektor nije dovoljno snabdeven depozitnim novcem (M_1 M_2, i M_3)

GLAVA ČETVRTA

MONETARNI MEHANIZAM I PROCESI EMISIJE NOVČANE MASE

Monetarni mehanizam u savremenoj privredi mora sve više da se povezuje sa finansijskom strukturom, posebno novčana masa zbog brojnih novčanih prelivanja i pretvaranja jednog u drugi oblik novca.

1. AUTONOMNA EMISIJA NOVCA POSLOVNIH BANAKA I FORMIRANJE TRAŽNJE NOVCA PO SEKTORIMA

Krediti centralne banke poslovnim bankama razlikuju se od ostalih oblika emisije, jer se u svim dr ugim oblicima primarne emisije radi o konačnoj emisiji novca u privredi, dok se kod kredita poslovnim bankama radi o povećanju njihovog kreditnog potencijala i osposobljavanja banaka za njihovu vlastitu emisiju novca i kredita.

Sistem poslovnih banaka je u mogućnosti da kreira (stvara) novac na bazi primarnog novca centralne banke, ali znatno iznad toga, dakle multiplikovano. U uslovima decentralizovanog bankarskog sistema emisija novca centralne banke redovno je manja od emisije novca bankarskog sistema kao celine:

$$M_{cb}<M_{bx}$$

odnosno

$$M_1=m*M_0$$

kako smo to prethodno već šire obradili. Teorijsko objašnjenje procesa kreiranja i poništavanja novca od strane poslovnih banaka poznato je pod nazivom monetarno–kreditna multiplikacija.

Sistem emisije i povlačenja (poništavanja) novčane mase, u sklopu celokupnog monetarnog regulisanja, postaje posebno interesantno područje, ne samo monetarne teorije, već i posebno monetarno politike. Opravdano se, stoga, postavlja pitanje: kojim kanalima (tokovima) se vrši novo kreiranje novčane mase, a kojim kanalima njeno poništavanje u okolnostima funkcionisanja savremenog bankarskog i kreditnog sistema (finansijskog sistema u celini).

Mehanizam emisije i povlačenja novčane mase u savremenom monetarnom sistemu odvija se po delovanju bankarskih i vanbankarskih segmenata finansijskog sistema. U ulozi primarnih (originalnih) faktora javljaju se faktori vezani za bankarski i kreditni sistem, dok su vanbankarski faktori sekundarnog (izvedenog) karaktera, vezani uglavnom za proces prelivanja novca unutar privrednih sektora ili subjekata'. Bankarski sistem kroz kreditnu aktivnost neposredno vrši emisiju novca i deluje na proces stvaranja i poništavanja novčane mase, dok vanbankarski faktori nemaju tu sposobnost, već kroz proces oslobađanja ili ograničavanja korišćenja novčanih sredstava deluju na povećanje ili smanjenje novčane mase.

Time bi se ubrizgavanje novca vršilo neposrednije u prometne kanale privrednog sektora, bez emisije u finalnu potrošnju, ali sa mnogo drugih pozitivnih multiplikativnih efekata preko uticaja na nacionalnu ekonomiju.

Centralna banka je, dakle, u stanju da reguliše kreiranje primarnog novca, kao i uslove kredita poslovnog bankarstva, to znači da je u situaciji da preko kvantuma primarnog novca reguliše i visinu novčane mase u privredi. Ovo se može izraziti preko odnosa primarnog novca (novčane baze), novčane mase, i to na sledeći način:

$$M_1=m^* M_0$$

pri čemu je M_1 – novčana masa; M_0 – primarni novac i m – multiplikator novca.

Novčana masa (likvidnost) se formira preko mase primarnog novca centralne banke (monetarna baza) uvećanog za masu depozitnog novca u krugu poslovnih banaka kroz proces monetarne i kreditne multiplikacije.[544]

Teorijski posmatrano, mehanizam formiranja novčane mase (kao i njenog poništavanja) može se razmatrati preko postojanja dva sistema:

Mehanizam formiranja novčane mase od strane bankarskog sistema kao celine, što se obično naziva makromultiplikacijom novca.

Mehanizam emisije novca od strane samo centralne banke, odnosno samo poslovnih banaka (ili pojedinače banke, što se smatra mikromultiplikacijom).

Ukoliko se pod novčanom masom podrazumeva masa likvidnih novčanih obaveza banaka prema vanbankarskim transaktorima (u obliku depozitnog novca i gotovog novca), jasno je da samo banke imaju monopolsko pravo emisije novca preko svoje kreditne i druge aktivnosti. Zbog toga se informacije o emisiji novčane mase nalaze u bilansima bankarskog sistema. Mada bankarski sistem ima monopolsko pravo emisije novca, to ne znači da samo bankarski tokovi emisije deluju u formiranju novčane mase.

Na formiranje novčane mase u privredi, pored kreditne aktivnosti banaka, deluje i određeno prelivanje novca iz likvidnih u nelikvidne (ograničene)

[544] Problem monetarno–kreditae multiplikacije, fakture i visinu multiplikatora obradili smo u ovom radu na drugom mestu.

oblike.[545] Formiranje ovih novčanih sredstava nije rezultat aktivnosti banaka (osim štednih uloga), već uglavnom, raznih oblika ograničavanja trošenja novčanih sredstava u finansijskom sistemu (amortizacija, rezervni fondovi, garantni polozi i sl.). U monetarnoj teoriji se postavijalo pitanje: da li pod emisiju novca treba "obuhvatiti" samo monetarni efekat kreditne i ostale aktivnosti banaka ili pod emisijom novca treba podrazumevati monetarni efekat kako bankarskih tako i vanbankarskih faktora... Da li pod emisijom novca podrazumevati bruto porast novčane mase (bez korekcije prelivanja) ili pod emisijom smatrati samo neto emisiju novca, koji mora u sebe da uključi i sistem kreiranja i sistem prelivanja novca u razne nelikvidne novčane oblike, i obrnuto. Zbog toga treba razlikovati emisiju novca, pod kojom se podrazumeva bruto emisija novca od strane bankarskog sistema, bez prelivanja u ograničene depozite, od novčane mase koja je rezultat celokupnih tokova i emisija i povlačenja, odnosno prelivanja novca u privredi. To je, dakle, neto efekat emisije. Novčana masa je stoga monetarni agregat, koji označava stvarnu količinu likvidnog novca u privredi, sposobnu za plaćanje. To je indikator snabdevenosti i privrede tekućim novcem.

Postoje dva različita oblika efekata promena u tokovima fomiranja novčane mase:

- kvantitativni efekti promena u tokovima novčane mase,
- kvalitativni efekti promena u strukturi već formirane novčane mase.

Kvantitativni efekti foimiranja i poništavanja novčane mase odnose se na nekoliko osnovnih kanala formiranja novčane mase, u koju možemo izdvojiti sledeće:

1. Promene bankarskih kredita (AK);
2. Promene deviznih rezervi, vezano za stanje u platnom bilansu (ADr) i
3. Promene u strukturi monetarnog volumena, odnosno prelivanje novčane mase u ograničene i nelikvidne depozite i obrnuto, prelivanje ovih depozita u novčanu masu (ANd).

Svi navedeni kanali održavaju dinamičnu komponentu u stvaranju novčane mase.

Kvalitativni efekti promena u strakturi postojeće novčane mase odnose se na stalni tok pretvaranja depozitnog u gotov novac, i obrnuto, gotovog novca u depozitni novac. Ovaj kanal više odražava sektorske efekte novca (posebno stalne tokove prelivanja između sektora stanovništva i sektora privrednih subjekata).

Osnovni kanali kroz koje se vrše formiranje i povlačenje novca u našem finansijskom sistemu su sledeći: 1) Porast ili smanjenje bankarskih kredita, 2) Promene deviznih rezervi i 3) Promene, odnosno prelivanje novčane mase u druge oblike nelikvidnih sredstava i obrnuto.

[545] To je odraz nekreditivne aktivnosti banaka, egzogenog karaktera, pošto se radi o finansijskim prelivanjima unutar privrede. Tokovi prelivanja vezani su za sistem raspodele i trošenja dohodaka.

Porast bankarskih kredita[546] i povećanje deviznih rezervi deluje na povećanje novčane mase, dok porast ograničenih depozita deluje u suprotnom pravcu. Smanjenje bankarskih kredita i smanjenje deviznih sredstava deluje na smanjenje novčane mase, a smanjenje ograničenih i nelikvidnih depozita (kroz njihovo prelivanje u likvidne depozite) deluje na porast novčane mase.

Postoje stalni tokovi odobravanja i tokovi povlačenja bankarskih kredita u svakoj privredi. Ukoliko su tokovi odobravanja i korišćenja veći od tokova povlačenja, dolazi do porasta mase novca u privredi, i obrnuto, ukoliko su u određenom periodu tokovi povlačenja kredita veći od novog korišćenja, dolazi do smanjenja novčane mase, jasno, sve pod prepostavkom da su ostali faktori ostali nepromenjeni.

Prva dva toka, uzeta zajedno, predstavljaju bruto kreiranje novčanih sredstava od strane bankarskog sistema (emisija novca od strane banaka), dok treći tok predstavlja monetarni efekat delovanja vanbankarskih faktora na formiranje novčane mase (egzogeni faktori).

Prema tome, neposredna kreditna aktivnost banaka preko emisije bankarskih kredita i prelivanje likvidnih novčanih sredstava u nelikvidne ili nemonetarne depozite, i obrnuto, predstavlja osnovni izvor promena novčane mase. Drugim rečima, kreditna aktivnost banaka i prelivanje sredstava iz "blaga" (neaktivnih ili ograničenih sredstava) u novčani opticaj, i obrnuto, predstavljaju osnovne izvore promena novčane mase.

Mada devizne transakcije banaka i prelivanje novca u nelikvidne depozite predstavljaju kanale koji u velikoj meri zavise od ponašanja subjekata izvan bankarskog sistema (raspodela dohotka, blokiranje sredstava merama ekonomske politike, ponašanje potrošnje, investicije, amortizacija, izvoz, uvoz i dr.), osnovni kanali u tokovima kreiranja novčane mase ostaju krediti banaka, koji uglavnom determinišu kretanje novčane mase i likvidnost reprodukcije.

OSNOVNI TOKOVI FORMIRANJA NOVČANE MASE[547]

Osnovni tokovi formiranja novčan mase u privredi
Krediti banaka komitentima (B)
Vrednosni papiri (HOV)
Ostali plasmani (O)
Bruto emisija (E)
Prelivanje u nemonetarne depozite (Nd)
Devizne transakcije (Dr)
Novčana masa [E – (Nd ± Dr]

[546] Dr M. Ćirović: *Mehanizam emisije kredita i novca* (skripta), Skoplje, 1963, str. 44.

[547] Izvor: Narodna banka Jugoslavije: *Godišnji izveštaj 1976–1979. i Bilten NBJ,* br. 3, 1978. i br. 8–9, 2000. i Statistički bilten NBS, br. 3, 2005.

Bruto emisija novca obuhvata dakle, sledeće kanale: E = B + Hov + 0. Ukoliko se od navedenog iznosa oduzme porast nemonetarnih depozita i efekti smanjenja deviznih rezervi, formira se novčana masa (M_1).[548]

2. BANKARSKI KREDIT KAO INSTRUMENT EMISIJE I POVLAČENJA NOVČANE MASE

Promena kredita banaka komitentima osnovni su kanal emisije i povlačenja novčane mase u našoj privredi, u ostalom, kao i u drugim zemljama. Krediti su osnovni kanal stvaranja novčane mase, ne zato što su to najveće promene, već što je ovo upravo kanal preko koga bankarski sistem svesnom aktivnošću može da deluje na formiranje novčane mase. Regulišući tokove emisije kredita, bankarski sistem je u stanju da reguliše i potrebnu masu novca u opticaju. To je monetarni tok koji stoji pod kontrolom kreditno–monetarne politike.

Veliki deo kredita indirektno pokriva prelivena sredstva u nemonetarne (ograničene) depozite, što ograničava porast novčane mase. Pod bankarskim kreditima podrazumevaju se kratkoročni krediti koje banke odobravaju na bazi bankarskih sredstava, dok krediti dati iz društvenih ili sličnih fondova, formirani preraspodelom nacionalnog dohotka kroz razne fiskalne instrumente, ne mogu biti osnova za stvaranje novca. Ovde se radi samo o preraspodeli i "razmeštaju" već stvorene akumulacije – naravno, upravo preko bankarskog mehanizma (kreditima banaka).

Primetili smo da su osnovni tokovi formiranja novčane mase i kreiranja novca bankarski kredlti i ograničavanja mogućnosti korišćenja tekućeg (transakcionog) novca, odnosno prelivanja novca u ograničene i nelikvidne depozite.[549]

Postavlja se pitanje kojim kanalima se vrši emisija bankarskih sredstava radi napajanja privrede "potrebnom količinom novca?" Banke odobravaju kratkoročne i dugoročne kredite sledećim korisnicima (sektorima):

- privrednim preduzećima,
- ostalim organizacijama (neprofitnim organizacijama),
- državnim institucijama i fondovima,
- stanovništvu.

[548] Velike razlike u masi *bankarskih kredita i novčanoj masi* u monetarnoj teoriji podstiču stav u pogledu alternativne *kontrole funkcije* i optimalne snabdevenosti privrede novcem – da li je to *bankarski kredit* ili *novčana masa* (M). Bankarski kredit je u tom pogledu adekvatniji agregat.

[549] Politika otvorenog tržišta „open market policy", *kupovina i prodaja vrednosnih papira* od strane bankarskog sistema, koja u kapitalistički razvijenim privredama predstavlja veoma značajan, a često i osnovni kanal stvaranja i poništavanja novčane mase, u nas je slabo razvijena zbog toga što ne postoji razvijeno tržište vrednosnih papira, posebno tržište *obveznica javnog duga* države i ostalih upisnika.

Osnovni kanal "stvaranja" novca u privredi jeste odobravanje kredita banaka sektoru privrede. To je sektor na koji se odnosi između 61% i 90% ukupnih bankarskih kredita.[550]

U vezi s navedenim kanalima emisije novca, treba istaći sledeće: Teorijski, banke mogu najadekvatnije da snabdevaju privredu potrebnom količinom novca, ukoliko se emisija novca vrši po kanalu kratkoročnog kreditiranja sektora privrede (robni promet i zalihe, odnosno međufazni promet). To je istovremeno i najsigurnija osnova da će bankarski sistem emitovati i održati "optimalnu novčanu masu", potrebnu za normalno odvijanje procesa društvene reprodukcije. Kreditiranje iz kratkoročnih bankarskih sredstava ostalih sektora finalnog karaktera ima oblik inflacionog ili deficitnog finansiranja i negativno se odražava na stabilnost privrede. (Za sve iznose kada su krediti veći od depozita pojedinih sektora kod banaka). Stoga se sagledava i neto pozicija pojedinih sektora kod banaka i centralne banke.

Centralna banka može direktno kreditirati budžet iz primarne emisije na dva načina.

1. Direktno odobravanje kredita za pokriće budžetskog deficita (ali i korišćenjem letećeg duga za premoštavanje neravnomemog priticanja sredstava u budžet),

2. Otkupom obveznica javnog duga na otvorenom tržištu(monetizacija javnog duga).

Najveći broj pojava visoke inflacije vezan je za direktno finansiranje budžetskog deficita ili monetizaciju javnog duga. Praktično, centralna banka, koja je u rukama države, finansira javne rashode, jer je budžetski deficit u osnovi višak javnih rashoda u odnosu na javne rashode (G>T).

Centralna banka može indirektno finansirati državu – preko emisione dobiti i inflatornog oporezivanja, o čemu smo prethodno raspravljali.

Kreiranje primarnog novca ne izaziva troškove – nalogom banci se stvara novac ili aktiviranjem štamparije (gotov novac). Centralna banka i pored toga naplaćuje kamatu (eskontna stopa). Ovaj prihod se naziva emisiona dobit ili senjoraž. Finansijska dobit je glavni izvor profita centralne banke, kada ima i rashode (npr. kamate za sredstva obavezne rezerve ili plaćanje kamate na kupovinu obveznica javnog duga na otvorenom tržištu).

Najveći deo emisione dobiti centralna banka uglavnom ustupa državi (budžet). Dakle, emisiona dobit nastaje kada centralna banka koristi emisiju novca. Nasuprot tome, inflacioni porez obezvređuje primarni novac a ukoliko

[550] U *emisiji novca* i *formiranju novčane mase po* važećoj metodologiji uzimaju se *ukupni krediti banaka* (kratkoročni, investicioni i devizni). Ovde se opravdano postavlja pitanje: da li je taj metod adekvatan, posebno kada su u pitanju *investicioni krediti* i *devizni krediti* banaka. Naime, *devizni krediti* su već jednom preko deviznih transakcija delovali na formiranje novčane mase, dok se investicioni krediti uglavnom daju *na osnovu štednje,* formiranje kod banaka iz raspodele nacionalnog dohotka po sektorima. (Videti šire o tome u delu u kojem se obrađuje problem: *Monetarni aspekti društvene reprodukcije – Uloga novca i kredita u reproduckiji)*. Izvor: Statistički bilten NBS, br. 12. decembar 2000.

javni dug nije indeksiran, tada rast inflacije obezvređuje realnu vrednost duga i obavezu države po dugu. Jedino kada nominaina kamata prati stopu inflacije nema erozije vrednosti duga. Tada se inflatorni porez svodi na emisionu dobit.

3. NEMONETARNI DEPOZITI KAO KANAL STVARANJA I POVLAČENJA NOVČANE MASE

Promene nemonetarnih (ograničenih) depozita[551] su drugi osnovni faktori stvaranja i poništavanja novčane mase. Porast ograničenih depozita dovodi do smanjenja novčane mase. Smanjenje ograničenih depozita znači njihovo prelivanje u likvidna sredstva, odnosno novčanu masu. Istina u određenom periodu odvijaju se stalni procesi prelivanja novca u ograničene depozite i odliva ovih depozita u likvidne depozite. Ukoliko su tokovi prelivanja iz likvidnih depozita u ograničene veći od suprotnih tokova – ovaj faktor će dovesti do smanjenja novčane mase u privredi.

Visoki porast ograničenih (oročenih) depozita, kompenzuje u znatnoj meri emisiju novca od strane banaka, čime deluje na ublažavanje porasta novčane mase. Prelivanja u nemonetarne depozite (Nd) zahvatilo i neutralizovao je često više od 64% bankarskih kredita. (oko 20% u 2004. godinu). U ostalim godinama je gotovo identična situacija. Zato se postavlja pitanje: da li bi u privrednom sistemu trebalo ići na smanjivanje ili potpuno ukidanje ograničavanja sredstava, jer blokiranje i deblokiranje ovih depozita značajno otežava efikasno sprovođenje monetarno–kreditne politike. S druge strane, u privrednom sistemu svi nebankarski transaktori treba slobodno da raspolažu svojim sredstvima. Stoga bi u našem finansijskom sistemu trebalo ići na smanjivanje ili ukidanje nemonetarnih depozita, dok bi se politika ograničavanja trošenja, posebno administrativni oblici, mogli samo izuzetno primeniti.

Prelivanje likvidnih sredstava (M1) u nelikvidna smanjuje novčanu masu, ali ne menja agregat M2 pošto se samo menja njegova struktura.

Isto tako, prelivnje nelikvidnih (oročenih) sredstava u likvidna povećava novčanu masu (M1, ali ne menja masu M2, samo se menja njena struktura.

[551] Ograničeni depoziti u osnovi nastaju na tri načina: 1) Oročavanjem sredstava kod banaka, 2) Administrativnim ograničavanjem trošenja određenih novčanih sredstava u privredi; 3) Deviznim depozitima. Povlačenje novca u navedene depozite uglavnom se odnosi na porast depozita koji ne ulaze u novčanu masu (dinarski i devizni depozit), ograničeni depoziti (dinarski i devizni), ulaganja u fondove banaka i sl.

4. DEVIZNE REZERVE I DEVIZNO TRŽIŠTE – EFEKTI INTERVENCIJA NA DEVIZNOM TRŽIŠTU NA EMISIJU I POVLAČENJE NOVČANE MASE

Ovo predstavlja svojevrstan, mada klasičan, instrument emisije novca. Porast deviznih rezervi primorava centrainu banku i poslovne banke da u promet ubacuju određenu količinu domaćeg novca. Time porast deviznih rezervi dovodi do porasta količine novca u opticaju i novčane mase, ali i obrnuto smanjenje deviznih rezervi (odliv) dovodi do smanjena novca u opticaju (kupovina deviza i odliv plaćanjima u inostranstvu).

Kako ovaj proces deluje? Kada se devize prodaju centralnoj banci ova banka povećava devizne rezerve, a za kupljene devize pušta u opticaj dodatnu masu domaćeg novca. Suprotno se događa pri kupovini deviza od centralne banke ili poslovnih banaka. Tada dolazi do povlačenja novca iz opticaja i smanjenja novčane mase.

Promene deviznih rezervi u bilansu centralne banke znače promene primarnog novca, ali na osnovu toga nastaje inicijalna promena kreditnog potencijala banaka i proces stvaranja "izvedenih" depozita u procesu multiplikacije kredita i depozita u okvim bankarskog sistema kao celine. Ovaj kanal predstavlja, u izvesnom smislu, autonomni tok priliva i odliva domaćeg novca u privredu, koji centralna banka u principu ne može "odbiti". Istovremeno to je i ograničavajući faktor u sprovođenju kreditne politike ex ante i formiranju optimalne novčane mase u privredi, posebno zbog značajnih godišnjih oscilacija i neravnomemog rasporeda delovanja u toku godine. Oscilacije monetarnih rezervi, njihov vremenski raspored u formiranju, kao i po subjektima formiranja, predstavljaju posebno složeno područje za vođenje politike optimalne novčane mase i monetarne politike u celini. Čak pri istim promenama suficita ili deficita platnog bilansa ili deficita platnog bilansa i deviznih rezervi mogu nastati različiti monetarni efekti na novčanu masu, u zavisnosti od toga da li su nosioci promena:

1. Centralna banka,
2. Poslovne banke, ili
3. Nebankarski transaktori.

Povećanje deviznih sredstava centralne banke dovešće do kreiranja primarnog novca, i kasnije, depozita poslovnih banaka, odnosno višestrukog rasta novčane mase (kroz proces multiplikacije).

Porast deviznih rezervi, ostvaren aktivnošću poslovnih banaka, s jedne strane, ograničava kreditni potencijal iz domaćeg novca (kada se nabavljaju devizna sredstva, a s druge, naknadnom monetizacijom (prodajom) deviza kod emisione banke, popunjava ga i stvara početak procesa multiplikacije depozita.

Ako nebankarski transaktori povećavaju svoja devizna sredstva, onda će u prvoj fazi doći do porasta deviznih sredstava poslovnih banaka, a zatim prodajom

deviza centralnoj banci – do stvaranja novčane mase. Efekti su identični kao i kod promena deviznih sredstava u sektoru poslovnih banaka.

Ovaj mehanizam, zbog navedenog, ne deluje automatski, dok se delovanje na novčanu masu odražava, više ili manje, u zavisnosti od toga koji je od navedenih transaktora nosilac promena deviznih sredstava, kao i od "odgođenih" vremenskih efekata promena deviznih sredstava.

Promena deviznih rezervi je, dakle, autonoman faktor promena novčane mase i gotovo nezavisan u odnosu na monetarnu politiku, a rezultat je samostalnih odluka privrednih subjekata i poslovnih banaka u odnosima s inostranstvom.

Promene novčane mase, preko promena deviznih rezervi, trebala bi biti "neutralizovana" na dugim tokovima monetarne kreacije. To znači da bankarski krediti trebaju delovati u suprotnom pravcu u odnosu na delovanje deviznih transakcija na promene novčane mase. U slučaju rasta deviznih rezervi i plasiranja novca na toj osnovi, trebalo bi pristupiti adekvatnom snižavanju volumena bankarskih kredita – da bi novčana masa bila usaglašena s domaćim robno–novčanim transakcijama. U slučaju smanjenja deviznih rezervi i povlačenja novca na toj osnovi – trebalo bi kompenzaciono delovati na rast novčane mase preko porasta bankarskih kredita, da bi se novčana masa približila optimalnoj na bazi unutrašnjih privrednih transakcija prilagođavanja novčane mase bruto domaćem proizvodu.

Međutim, zbog više institucionalnih i autonomnih faktora, tekuća monetarno–kreditna politika je obično rezistentna na ovakvo njeno više čisto teorijski postavljeno delovanje. Projekcije i mere monetarne politike postavljaju se i donose na početku svake godine, kada se daje celokupan sklop namena, poslova i aktivnosti koje će se kreditirati, što privrednim subjektima daje "pravo" na kredit, bez obzira na ostale determinante monetarnog rasta. Time i kretanje bankarskih kredita dobija autonoman tok, odnosno njihovo se kretanje odvija nezavisno od ostalih faktora koji utiču na formiranje novčane mase. Stoga često formiranje novčane mase, na bazi deviznih operacija i bankarskih kredita, deluje u istom pravcu (npr. u nas u 2005. godini) stvarajući pri tome probleme kontrole monetarnog rasta i vođenja efikasne monetarne politike.[95] Vrio je teško kompenzaciono delovati preko smanjenja ili povećanja bankarskih kredita na ukupno kretanje novčane mase, izazvano promenama deviznih rezervi.

Principi vođenja monetarne politike koji važe za sređen finansijski sistem i jedinstvenu valutu u tom sistemu, ne mogu važiti za privredu i državu u kojoj uz nacionainu valutu u opticaju kao plateženo sredstvo cirkuliše i strani novac (devize, npr. evro kod nas). To je u stvari paralelna valuta i paralelan monetarni sistem. Monetarna politika se ne može autonomno voditi, dok je centralna banka veoma ograničena u vođenju efikasne monetarne politike. Količina novca u opticaju zavisi isključivo od deviznih transakcija sa inostranstvom. Tako je u našem monetarnom sistemu evro, mada nezvanično, paralelna valuta. Zbog toga bi definicija novčane mase morala da se koriguje, tako da uključi i gotovinsku

masu stranog novca. Dakle, imamo M1 = Gn + Dn + Gdn, a to znači gotov novac u opticaju, depozitni novac (Dn) i gotov devizni novac (Gdn). To znači da bi i primarni dinarski novac (monetarna baza) morao biti manji za navedeni iznos deviznih sredstava, jer dinarska novčana masa predstavlja samo deo ukupnih prometnih i platežnih sredstava u monetarnom sistemu i ukupnoj tražnji novca. Nažalost, veoma je teško odrediti i pratiti masu stranog gotovog novca u opticaju. Taj problem se rešava na indirektan način – zabranom plaćanja u devizama u zemlji i obaveznom konverzijom u domaći novac (dinare).

5. KUPOVINA I PRODAJA HARTIJA OD VREDNOSTI – POLITIKA "OTVORENOG TRŽIŠTA"

Kupovina ili prodaja hartija od vrednosti predstavlja poseban tok formiranja novčane mase. Emisija vrednosnih papira od strane javnog sektora i njihova kupovina od strane sektora stanovništva, dovodi do smanjenja gotovog novca (odnosno smanjenja štednje ovog sektora) i njihovog pretvaranja u depozitni novac, a ovo menja strukturu novčane mase po oblicima novca, kao i strukturu novčanih sredstava po stepenu njihove likvidnosti. Ukoliko emisiju vrednosnih papira vrši centralna banka, a kao kupci se javljaju sektor poslovnih banaka, sektor privrednih subjekata i sektor stanovništva, dolazi do povlačenja dela novčane mase (uz izmenu strukture sredstava tih sektora). I obrnuto, ukoliko centralna banka kupuje emitovane vrednosne papire, doiazi do dodatnog ubacivanja novca i porasta novčane mase.[552]

Efekti politike "otvorenog tržišta" kao složenijeg instrumenta monetarne politike u delovanju na investicije uglavnom se osećaju na indirektan način i sa značajnim odloženim delovanjem. Rizik neizvesnosti konačnih efekata je dosta izražen. Za stimulativnu monetarnu politiku na ovom području ovaj instrumenat je dosta nepovoljan (ali je za snabdevanje privrede tekućim novcem dovoljno elastičan i prihvatljiv). Politika orvorenog tržišta održavanjem kursa državnih hartija od vrednosti, preko kupovine i prodaje ovih hartija od vrednosti (obveznica) na kreditnom tržištu reguliše masu novca i kredita, a preko toga i indirektno ponašanje investicija.

Na nerazvijenom finansijskom tržištu i nerazvijenoj strukturi vrednosnih papira i operacija na "otvorenom tržištu", u našem bankarsko–kreditnom sistemu sve do nedavno ovaj kanal stvaranja i poništavanja novčane mase nije razvijen, odnosno bio je zanemarljivo mali.

U našem monetarnom sistemu u poslednjim godinama sve više se razvijaju blagjnički zapisi kao instrumenti za regulisanje količine novca u opticaju

[552] Videti šire funkcionisanje instrumenta „politika otvorenog tržišta" u delu u kojem šire izučavamo instrumente monetarne politike.

i likvidnosti poslovnih banaka. Time je značaj ovog instrumenata postao sve veći (uz instrument obavezne rezerve i monetizaciju vrednosnih papira). Emisija blagajničkih zapisa postaje sve značajniji kanal formiranja novčane mase.

U razvijenim privredama (SAD, EU) osnovni kanal monetarnog regulisanja svedeni su na tri osnova:

- Politika otvorenog tržišta,
- Kamatna (eskontna) stopa,
- Obavezne rezerve banaka (obavezna rezerva i rezerva likvidnosti).

Osnovni kanal je "politika otvorenog tržišta". Ova politika ima nekoliko prednosti u odnosu na druge instrumente:

1. Velika elastičnost,
2. Mogućnosti većih ili manjih intervencija,
3. Fini je instrument bez monetarnih šokova,

6. STRUKTURA I SEKTORSKI RASPORED NOVČANE MASE – STRUKTURNO DEJSTVO MONETARNE POLITIKE

Da li je stvarno kreiranje novčane mase, više ili manje, usklađeno s optimalnom novčanom masom, a to znači da li postoji optimalno snabdevanje reprodukcije "potrebnom količinom novca" po svojoj prirodi je i samo vrlo neodređena kategorija. Osim već poznatog teorijskog stava da je to ona količina prometnih sredstava "koja osigurava nesmetani tok procesa društvene reprodukcije", jasnijih i preciznijih formulacija za sada nema. Moderna novčana privreda i savremeni novčani sistemi sve više traže analizu strukture, raspored i dinamično ponašanje u formiranju i delovanju novčane mase.

Struktura novčane mase po sektorima značajna je u projekciji monetarne politike i u monetarnom planiranju. Naime, monetarno planiranje, koje primenjuje centralna banka, zasniva se na računima novčanih tokova (a ovi su, zapravo, razrađeni oblik transakcija, po institucionalnim sektorima). Tražnja novca (potrebna količina novca) se određuje prema promenama i strukruri novčane mase po sektorima, a ne prema novčanoj masi kao homogenom agregatu u celini.[553]

Novčana masa se u globalu može nalaziti na optimalnom nivou, pa da, ipak, zbog neravnomemog rasporeda novca, dođe do viškova novca na jednim i oskudice novca na drugim sektorima. Praćenje i analiza novčane mase, kao izraza primarne likvidnosti privrede, a u svrhu sagledavanja delovanja i "podešenosti"

[553] Monetarna politika, najčešće, ne raspolaže adekvatnim instrumentima kojima bi mogla delovati na *sektorski raspored novčane mase.* Ona se redovno nalazi u položaju da osigurava optimalnu novčanu masu koja je istovremeno pod delovanjem niza *egzogenih spoljnih faktora,* koji su izvan domašaja njene kontrole.

monetarnog faktora privrednim kretanjima, zahteva da se uz analizu apsolutne visine i promena novčane mase vrši praćenje i analiza:

- Oblika novčanih sredstava koja ulaze u sastav novčane mase,
- Novčane mase po korisnicima i sektorima privrede, po kanalima formiranja novčane mase (o čemu je već bilo reči).

Novčana masa se prema oblicima novčanih sredstava može dekomponovati na dva osnovna oblika: 1) Gotov novac, 2) Depozitni novac.

Prema oblicima novčanih sredstava koja ulaze u sastav novčane mase praćenje se redovno vrši upravo sa stanovišta učešća gotovog novca i depozitnog novca.

Gotov novac u opticaju sa visokim učešćem u strukturi novčane mase (likvidnih sredstava) postaje poseban problem u sistemu monetarne regulacije, ali i kontroli novčanih tokova i funkcije potrošnje (tražnje i likvidnosti subjekata). Dugi niz godina se samo konstatuje činjenica da je učešće gotovog novca u novčanoj masi predimenzionirano i da bi ga trebalo svesti na znatno niži nivo, približno učešću gotovog novca u M_1 razvijenih tržišnih privreda (4–9%) i nerazvijenih (15–22%).

U svim privredama se zapaža opadanje odnosa gotovog novca prema nacionalnom dohotku. Odnos gotovog novca prema dohotku u našoj privredi je znatno veći, dok je odnos depozitnog novca manji. Odnos novčane mase prema nacionalnom dohotku u našoj privredi je znatno veći u odnosu na većinu drugih zemalja.

Struktura novčane mase prema oblicima novca[554] svakako je interesantna sa stanovišta analize formiranja strukture tražnje robe za široku potrošnju, reprodukcione potrošnje, organizacije platnog prometa i sl.

Različito učešće gotovog novca i depozitnog novca od bitnog je značaja u ponašanju:

- Strukture i visine tražnje robe široke potrošnje (veće učešće gotovog novca), ili tražnje robe reprodukcione potrošnje (veće učešće depozitnog novca);
- Veće ili manje mogućnosti kontrole novčanih tokova od strane centralne banke i bankarskog sistema u celini (različito je kod gotovog i depozitnog novca);
- Veće ili manje efikasnosti stabilizacione monetarne politike privredi;
- Delovanja na dalji proces stvaranja novca i novčane mase izvan centralne banke – kroz proces multiplikacije kredita i depozita (poznato je da depozitni novac podstiče i predstavlja osnovu procesa multiplikacije u bankarskom sistemu, dok se formiranje gotovog novca javlja kao ograničavajući faktor ovog procesa);

[554] Gotov novac u opticaju i teškoće (gotovo nemogućnost) njegovog kontrolisanja u sistemu cirkulacije, zahtevaju od *monetarne analize* detaljno izučavanje monetarne *strukture* u svakoj privredi.

- Ovakva struktura novčane mase uglavnom je indikator sektorskog rasporeda novčane mase (u sektrom organizacije iz privrede i sektou stanovništva), a time veće ili manje likvidnosti reprodukcije u celini, te adekvatnosti monetarne politike u pogledu njenog stukturnog delovanja.

Struktura novčane mase po sektorima u privredi je sledeća:

Monetarna struktura (Mt) je u potpunosti poremećena. Sektor preduzeća učestvuje u novčanoj masi sa svega 25–44%., dok sektor stanovništva učestvuje sa 42–60%. Država i vanprivredna učestvuju sa 17%. To znači da se na sektore preraspodele odnosi oko 73–75%> novčane mase. Gde je usmerena tražnja tog novca?

Pošto su preduzeća koristila kratkoročne kredite kod banaka (2005.) u visini od 470 milijardi, a zadržavaju svega 68 milijardi (44%) kao novčanu masu, očito je da se novac odlio u druge sektore sistemom plaćanja i javio kao tražnja novca tih sektora, odnosno prelio se u nemonetarne depozite. Monetarna politika u takvim tokovima može samo podsticati nekontrolisanu raspodelu i finansiranje sektora konačne (a ne reprodukcione) potrošnje (preduzeća).

7. MONETARNI MEHANIZAM I NJEGOV ODNOS SA FINANSIJSKOM STRUKTUROM

Raspored novčane mase po sektorima pokazuje tendenciju veoma niskog učešća preduzeća iz privrede, i njihovo stalno opadanje, a sa druge strane, visoko učešće sektora stanovništva, čime je, očito, predimenzionisano.[555] Ovo je jedna od neuralgičnih tačaka finansijskog i bankarskog sistema i indikator slabog finansijskog položaja privrednih preduzeća.

Ovakvi tokovi su, sasvim razumljivo, u finansijskoj teoriji i praksi doživeli oštru kritiku.

Na optimalnu sektorsku novčane mase deluju brojni faktori, čak i oni koji su izvan uticaja monetarno–kreditne potlike. Na primer:

1. Sistem raspodele dohotka na sektore. Jer, visoko zahvatanje ovih sredstava vodi osiromašenju ovog vitalnog sektora privrede;
2. Visina zahvatanja sredstava kroz optplate i kamate privrede, što smanjuje količinu novca ovog sektora;
3. Poreski i drugi oblici zahvatanja iz privrede, te vremenski raspored njihovog uplaćivanja;

[555] Novčana sredstva u sektoru privrede godišnje se obimu gotovo 53 puta, dok na sektoru ostalih organizacija to iznosi oko mesec dana (devet puta godišnje); društveno–političkih zajednica 7,4 puta, društvenih fondova 6 puta i u sektoru stnanovništva 7,7 puta. Dato kao ukupna izdvajanja prema prosečnoj novčanoj masi pojedinih sektora.

4. Instrumenti i mehanizam s više ili manje razvijenih vrednosnim papirima;
5. Odnos akumulacije i investicija ovog osnovnog sektora privrede, ponašanja ličnih dohodaka i produktivnosti rada u ovom sektom;
6. Prelivanja u ograničene depozite, posebno u devizne depozite i dr.

Sve su to faktori od čijeg delovanja i uzajamnih odnosa zavisi sektorski raspored novčane mase, a ona je, očito, izvan neposrednog delovanja monetarne politike.

Formiranje i promena novčane mase po pojedinim sektorima posledica je, pre svega, promena tražnje novca od strane tih sektora, odnosno držalaca novca unutar tih sektora. Njihove odluke da drže veću masu novčanih sredstava za transakcione i druge svrhe izazivaju povećanje tražnje novca tih sektora, odnosno porast novčane mase. Pod pretpostavkom date (optimalne, regulisane) ukupne novčane mase, porast tražnje novca od strane jednog sektora dovešće do smanjenja tražnje novca od strane drugog sektora. Međutim, ovaj teorijski slučaj, obično, u stvarnim odnosima ne postoji. Naime, u našoj privredi, zbog negativne realne kamatne stope, tražnja novca svih sektora je veća od ponude, odnosno porast tražnje novca jednog sektora praćen je isto takvim porastom tražnje drugog i ostalih sektora.

Promenom tražnje novca pojedinih sektora obično se ne može objasniti ponašanje sektorske strukture novčane mase, što znači da postoji i drugi egzogeni i endogeni faktor. S druge strane, pojedini sektori imaju veću "specifičnu težinu" u formiranju sektorske tražnje. "Dok se novčana masa kod aktivne grupe sektora menja u skladu s promenom njihove tražnje novca, kod rezidualne grupe sektora se novčana masa menja bezu obzira na promene njihove tražnje novca, kao rezultat promene novčane mase kod aktivnih sektora.[556]

Teorijski je dokazano i praktično testirano da su aktivni sektori nebankarski sektori, dok je sektor preduzeća aktivan sektor u formiranju depozita i kredita, ali "pasivan" u sistemu odliva i zahvatanja tih sredstava. Sistemom raspodele nacionalnog dohotka, putem novčanih tokova, novac se odliva iz ovog u druge sektore (isplate ličnih dohodaka, kupovina robe, plaćanje usluga drugim sektorima, plaćanje poreza, doprinosa i sl.). Priliv novca u ovaj sektor se vrši na osnovu prodaje robe i usluga, kreditnim sistemom i sl. Kupovinom robe od rezidualnog sektora dolazi do priliva novca u ovaj sektor. Međutim, aktivni sektori deluju na novčane tokove, podešavajući kupovinu robe i usluga od ovog sektora prema svojoj tražnji novca. To se neposredno odražava na tokove priliva novca u ovaj sektor, što određuje tokove priliva i odliva novca iz aktivnih u rezidualne sektore i stavlja ga u pasivan položaj. Time se i promene tražnje novca na ostalim sektorima odražavaju na promene tražnje novca sektoru privrednih preduzeća.

[556] Dr D. Dimitrijević, *Struktura novčane mase po držaocima,* Bilten Narodne banke Jugoslavije, br. 2, april 1974, str. 17.

Drugi kompleks faktora koji deluje na povećanje ili smanjenje količine novca u pojedinim sektorima je promena bankarskih kredita. Međutim, zbog visoke tražnje kredita,[557] koji znatno premašuje ponudu, ovaj mehanizam nije u stanju da efikasno funkcioniše kao apsorbator viška tražnje od pojedinih sektora (dosta je neelastičan), jer smanjenje novčane mase iz aktivnih sektora sprovodi se obično indirektno, kroz smanjenje kredita sektoru koji je osnovni nosilac kredita banaka – preduzeća u privredi. Takvi finansijski tokovi dovođe do toga da sektorska struktura novčane mase i sektorski raspored bankarskih kredita obično pokazuje divergentna kretanja. Naime, subjekti iz sektora privrede uzimaju kredita kod banaka radi plaćanja, a zatim novac napušta ovaj sektor gotovo automatski, prelivajući se u druge sektore (koji kasnije odlučujuće deluju na promene sektorske novčane mase i novčane tokove – preko svoje funkcije tražnje novca). To znači da sektorski raspored novčane mase ne zavisi od sektorskog rasporeda bankarskih kredita.

Iz navedenih statističkih odnosa može se zaključiti da bi se veći porast novčane mase od optimalne (koja je rezultat promene tražnje novca u sektorima) trebao više osetiti na rezidualnom sektoru nego u ukupnoj novčanoj masi.

Suprotno navedenom, u slučaju manjeg porasta novčane mase od optimalne, odnosno od većeg smanjenja u odnosu na potrebno sniženje, masa novca u rezidualnom sektoru, u prvom slučaju, treba da se poveća, uz niži procenat u odnosu na procenat rasta novčane mase u ostalim sektorima, a u drugom slučaju (smanjenja) trebali bi se smanjiti u većem procenru od procenta smanjenja globalne novčane mase.

Prema tome, novčana masa u sektoru privrede raste brže i od porasta novčane mase, kada ova u globalu pokazuje rast, a sporije od porasta tražnje novca.[558]

Postoji i treći pristup analizi strukture novčane mase, i to po nameni tražnje sredstava. Masa novca se može separisati na tri oblika:

a) Novac za tekuća plaćanja (žiro–račun),
b) Novčana sredstva za investicije,
c) Novčana sredstva za ličnu i opštu potrošnju.

Istina, naša zvanična statistika ne vodi sistematski strukturu novčane mase po trećem kriterijumu, međutim, ona je značajna upravo sa aspekta emisije novca u pomenute procese, s jedne, i ponašanje svih oblika finalne potrošnje, s druge strane.

---

[557] *Tražnja kredita,* ukupno i pojedinih sektora, nije moguće kvantifikovati, međutim, *ponudu novca* je moguće precizno pratiti i kontrolisati. Time je ponuda novca, kada je tražnja premašuje u graničnom slučaju, jednaka *zadovoljenoj tražnji kredita.*

[558] Dr D. Dimitrijević, op. cit, str. 15–17.

8. EMISIONI MEHANIZAM I MONETARNI TOKOVI

Monetarno upravijanje – usmeravanje i kontrola monetarnih točkova postali su nezaobilazno područje monetarne ekonomije.

Priroda i delovanje novca u savremenoj privredi, kao i transmisaoni mehanizam (mehanizam prenošenja delovanja) novca u savremenoj monetarnoj teoriji i politici postaju predmet svih širih i dubljih istraživanja, posebno kod sve razvijenijih surogata savremenog novca. U monetarnoj teoriji postoje i danas različita objašnjenja optimalne ("potrebne") količine novca, mada svi autori polaze od istih polaznih osnova („potreba proizvodnje i prometa"). Optimalna novčana masa je i dalje ostala centralno pitanje i problem monetarne teorije i politike. Jer, ne samo da je "rastući ili dodatni deo količine novca u rastućoj privredi (AM), već je i celokupna novčana masa (M + AM) u određenom periodu postala problem, kako za teoriju tako i za politiku".[559]

Proces emisije i poništavanja novca, odnosno celokupan emisioni mehanizam obično sam za sebe nije u stanju da pruži odgovor na pitanja formiranja "optimalne novčane mase" u privredi, a upravo je to osnovno pitanje koje treba da reguliše emisioni mehanizam. Snabdevanje privrede potrebnom količinom novca danas je ostao jedan od najsloženijih zadataka monetarne i ekonomske politike uopšte.[560]

Danas ne postoji mehanizam automatskog regulisanja "potrebne količine novca", a spoznaja o delovanju različitih faktora u tom procesu nameće i drugo pitanje: da li je iz mnoštva faktora moguće izvući neke objektivne kriterijume kojima bi se ex ante utvrđivala optimalna novčana masa? U situaciji u kojoj ne postoji neki mehanizam za automatsko uspostavljanje potrebne novčane mase, svaka zemlja nastoji da se, bar ex post, stara o strukturi novca, količini primarnog novca, delovanju na faktore koji određuju brzinu opticaja i sl. Ovo tim pre što se u savremenom bankarskom sistemu ne pojavijuje samo centralna banka kao emisiona ustanova, već i sve poslovne banke, dakle, celokupni bankarski sistem. Ona preko emisije bankarskog kredita, posebno potencirane procesom multiplikacije, istovremeno višestruko kreira novac (kredit je osnova savremenog novca).

Nije, dakle, problem regulisanja novca koji emituje centralna banka, problem se javlja, pre svega, u većoj ili manjoj mogućnosti regulisanja kredita sistema poslovnih banaka i procesa multiplikacije, ali i sistema prelivanja jednih u druge novčane oblike, tražnji novca i dr. Takvi procesi otežavaju i gotovo onemogućavaju vođenje adekvatne monetarno–kreditne politike i snabdevanje privrede

[559] Dr N. Miljanić: *Novac i kredit u procesu drušrvene reprodukcije,* Informator, Zagreb, 1964, str. 16. (ovde se uglavnom polazi od stava da je „rastući" deo novčane mase problem za monetarnu teoriju i politiku).

[560] Monetarno–kreditna politika u kvantitativnom smislu redovno definiše kao svoj osnovni zadatak *„osiguravanje potrebne količine novca za nesmetano odvijanje procesa društvene reprodukcije"*

"optimalnom količinom novca". Šta je optimalna novčana masa? Optimalnom novčanom masom, prema savremenoj monetarnoj teoriji, smatra se ona količina novca u prometu koja je dovoljna da se omogući nesmetan ukupan tok društvene reprodukcije, uz održavanje potrebne stabilnosti tržišta i cena. To je, dakle, ona masa novca koja predstavlja optimum u snabdevanju privrede prometnim sredstvima. „U razmatranju optimalne novčane mase često se polazi od toga da prilikom projektovanja monetarne politike za određeni vremenski period mora da se obezbeđi ona količina novca koja.će pri datoj prosečnoj brzini novčanog opticaja biti dovoljna da obezbeđi realizaciju materijalne proizvodnje, ali koja neće biti suviše velika da ne bi izazvala inflatorne implikacije."[561] S druge strane, polazi se od toga da "optimalna novčana masa odgovara tražnji novca kao prometnog i platežnog sredstva, odnosno novca za obavljanje finansijskih transakcija u vezi s proizvodnjom, potrošnjom, investicijama i raspodelom. Ovako definisana novčana masa ne bi u sebe uključivala tražnju novca kao dela imovine, odnosno i takve finansijske transakcije, koje nisu u neposrednoj vezi s proizvodnjom i prometom".[562] Novčana masa se, dakle, nalazi na "normalnom" nivou, kada se u privredi ne oseća ni "višak" ni "manjak" novčanih sredstava. To su najpovoljniji monetarni uslovi za tokove društvene reprodukcije. Osiguranje najpovoljnijih monetarnih uslova (optimalne novčane mase) za normalno odvijanje svih faza reprodukcije jeste i osnovni zadatak bankarskog i kreditnog sistema. Osiguranje optimalnih monetarnih uslova reprodukcije treba apriori da otkloni monetarni faktor kao uzrok inflacionih ili deflacionih poremećaja. Istina, videli smo, postoje i brojni nemonetarni faktori poremećaja reprodukcije, no ovde ih ne uzimamo u obzir.

Makroekonomski optimalna novčana masa može se prikazati na sledeći način:

$$M_o * V = T_p$$

ili

$$M_o = T_p / V$$

pri čemu je Mo – optimalna novčana masa; V – brzina opticaja novčane mase i Tp – platežno sposobna novčana tražnja.

Statistički posmatrano, stvarna novčana masa (Ms) objektivno se može naći u tri različita položaja u odnosu na optimalnu novčanu masu (Mo):

- Stvarna novčana masa se poklapa s optimalnim nivoom novčane mase (Ms = Mo),
- Stvarno formirana novčana masa veća od optimalne novčane mase (Ms > Mo),
- Stvarno formirana novčana masa manja je od optimalne novčane mase (Ms <Mo).

[561] Dr M. Ćirović: *Novac i kredit,* I sv., Ekonomski fakultet, Beograd.
[562] Dr M. Golijanin: *Politika i instrumenti regulisanja novca i kredita u Jugoslaviji,* Beograd, 1974.

Međutim, od znatno većeg značaja je dinamično ponašanje ova dva oblika novčane mase. Naime, u realnim odnosima u privredi obično se vrši analiza promena stvarne i promena optimalne novčane mase. Prema tome, sada se postavlja novi dinamični odnos:

$$\Delta M_o * V = \Delta T_p$$

što se realnije postavlja i kroz sledeći odnos, uz uključivanje promena brzine novčanog opticaja (a ne prosečnog nivoa, od čega se obično u teoriji polazi):

$$\Delta M_o * \Delta V = \Delta T_p$$

Problem utvrđivanja optimalne novčane mase i njeno izračunavanje time je znatno složenije a, s druge strane, mogućnosti odstupanja stvarnog nivoa promena novčane mase od njenog optimalnog nivoa je uobičajena i gotovo "normalna pojava", što je u vođenju monetarne politike od posebnog značaja. Kada bi se promene i formirani nivo stvarne novčane mase uvek poklapao s optimalnim, bio bi moguć proces automatske emisije i poništavanja novca, što znači da monetarna politika ne bi bila potrebna. Stvaranje novca u privredi značilo bi uvek društveno optimalno stvaranje novca, a emisija novca svodila bi se na čisto tehnički posao. Masa novca bila bi neutralna, a monetarna politika bi bila pasivna. Međutim, razvijeni oblici kreditnog novca i raznih oblika "izvedenog" novca, proces transformacije novca u drage novčane oblike, proces priliva i odliva novca u zemlju i iz zemlje u inostranstvo, velika varijablinost redovno dovodi do odstupanja stvarne od optimalne novčane mase (Mo>ili <Ms). Automatizam emisije novca je gotovo nezamisliv, što se pred bankarski i kreditni sistem stavlja vrlo složen i odgovaran zadatak: ostvarivanje stalnog procesa približavanja stvarne novcane mase, kroz monetarnu politiku, njenom optimalnom nivou. To je postao i osnovni cilj svake monetarno–kreditne politike: osiguravanje optimalne novčane mase za nesmetano odvijanje tokova proširene društvene reprodukcije. Ovaj zadatak se, najvećim delom, usmerava na eliminaciju permanentne tendencije – da se formira suviše velika tražnja novca od strane gotovo svih transaktora u privredi, kada se stvarna novčana masa redovno kreće i formira iznad optimalnog nivoa.

Kao mera veće ili manje uspešnosti monetarne politike optimalna novčana masa zahteva da se precizno odredi, uz već poznatu definiciju, šta bi ona stvarno trebalo da predstavlja. Međutim, određivanje instrumenata i elemenata optimalne novčane mase je daleko složeniji zadatak, posebno kada se posmatra u određenim sukcesivnim intervalima vremena (dinamički).

Obično se kao merlio "normalnog" kretanja novčane mase uzima godišnji rast bruto domaćeg proizvoda, a polazi od stava da ako su stope jednake ili približne – monetarna politika deluje stabilizaciono; ako novčana masa brže raste od stope rasta društvenog proizvoda – monetarna politika je ekspanzivno orijentisana; ako novčana masa raste po stopi koja je niža od stope rasta društvenog proizvoda sprovodi se restriktivna monetarna politika.

Na osnovu uporednog kretanja novčane mase i rasta bruto domaćeg proizvoda, ne uzimajući u obzir navedene faktore strukture novčane mase i dr. teško je izvlačiti zaključke o većoj ili manjoj podešenosti monetarne politike objektivnim potrebama proizvodnje i prometa.[563]

Savremena monetarna teorija u određivanju optimalne novčane mase obično polazi od Marksovog zakona novčanog opticaja:

$$M_o = \sum R_c / B_o \quad \text{ili}$$

M= (Nominalni vruto proizvod) / (Brzina opticaja novca)

odnosno u dinamičkom iznosu i u proširenom obliku:

$$\Delta M_o = \Delta N_t \ / \ V$$

pri čemu je:

ΔMo – promena optimalne novčane mase;

ΔNt – obim novčanih transakcija (plaćanja) u datom vremenskom periodu i na datom nivou cena (bruto domaći proizvod), V – brzina opticaja novčane mase.

Intervencijama monetarnog sistema iznad optimalne zone novčanih sredstava, formira se izvestan višak novca u privredi. Suprotno tome, ispod optimalne zone novčanih sredstava – javlja se manjak novca u privredi, s već poznatim efektima. "Raspon između gornje i donje granice zone monetarnog optimuma prilično je širok u ekonomski razvijenim zemljama, dok je u manje razvijenim zemljama zona monetarnog optimuma uža."[564]

9. DINAMIKA NOVČANE MASE U PROCESU FORMIRANJA OPTIMALNE MASE NOVCA

Optimalna novčana masa postaje, u izvesnom smislu, egzogena varijabla monetarne politike, posebno kada se uključi u ovaj agregat i vremenska komponenta, naime zakašnjavanje u delovanju novčane mase u privredi. Optimalna novčana masa, ako imamo u vidu ovaj momenat, može se računati samo kroz proces stalnog prilagođavanja. Naime, ovo je moguće računati na osnovi tri prolazne pretpostavke:

---

[563] Upravo zbog navedenih razloga neadekvatan je i vrlo simplifikovan pristup u određivanju optimalne novčane mase u srazmeri s *porastom društvenog proizvoda,* ili nekog drugog agregata, koji bi trebalo da *reprezentuje obim robno–novčanih transakcija.* U tom slučaju, hteh to ili ne, sve se svodi na *primitivnu varijantu kvantitativne teorije novca,* bez obzirau kom se pravcu ovaj kauzalni odnos odvijao. Drugim rečima, ukoliko se želi da *cene ostanu stabilne* u određenom periodu, *„treba samo osigurati da količina novca raste po istoj stopi po kojoj raste i realni društveni proizvod".* To je neosporno, put u deflatornu monetarnu politiku. Postoji i „normalni tolerantni rast cena koji monetarna politika treba da pokrije, izradu, rast društvenog proizvoda.

[564] A. Hansen: *Monetary Theory and Fiscal Policy,* New York, 1949.

a) Početni odnosi novčane mase i realni agregati privrede su uravnoteženi – optimalna novčana masa jednaka je stvarnoj;
b) Početni odnos pre promene novčane mase neuravnotežen je, s deflacionim karakteristikama (manjak novca u privredi);
c) Početni odnos pre promene novčane raase neuravnotežen je, s inflacionim karakteristikama (početni višak novčane mase u privredi).

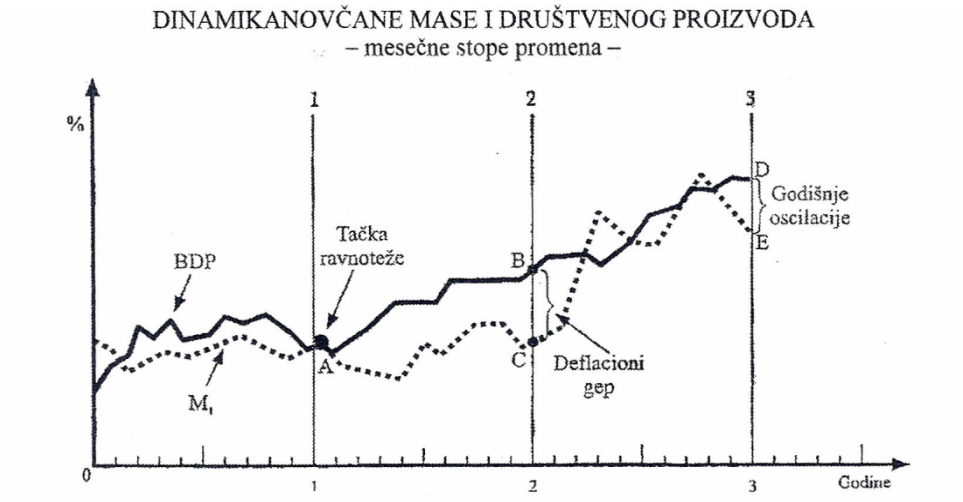
Samo u prvom slučaju moguće je u tekućem periodu voditi uravnoteženu politiku rasta novčane mase i robno–novčanih transakcija

$$\Delta M_o = \Delta T_p / \Delta V$$

U druga dva slučaja, inače karakteristična je za savremenu privredu, redovno se radi o početnoj neravnoteži koja se nastoji otkloniti u tekućem periodu "dodatnim" intervencijama monetarnog sistema. Time se postavlja i pitanje odvajanja teorijskog modela optimalne novčane mase i operativnog modela optimalne novčane mase.

Optimalna novčana masa ne može se vezati ne za jednu godinu ili dve, već za jedan duži vremenski interval, za ciklične oscilacije privrede i kompenzirajuću ulogu monetarne politike u tome. Monetarna teorija sve više uvažava navedene momente, mada više prećutno i vezano za druge probleme novca i kredita.[565]

Optimalna novčana masa tekućeg perioda može da bude u tome periodu i neoptimalna, ali u dužem periodu, obuhvatajući u sebe prethodnu fazu ili zadnju fazu razvoja, može da pokaže stvarno optimalan nivo.



[565] Probleme „optimalne novčane mase" i uticaj monetarne krize na njeno formiranje videti u radu: dr S. Komazec: *Teorija optimalne novčane mase i monetarna politika,* Jugoslovensko bankarstvo, br. 10, 1977, str. 3–18.

Usklađenost "napajanja" privrede masom novca i kredita i robno–novčanih transakcija (BDP) prati se u mesečnoj dinamici, ali i na godišnjem nivou (na kraju godine i kao godišnji prosek), kao i u toku nekoliko uzastopnih godina (privredni ciklus). Tako se iz slike jasno vidi da je u toku prve i drage godine vođena restriktivna monetarna politika (AM^ADBP), ali je krajem prve godine (tačka A) bila uravnoteženost. U drugoj godini u svim mesecima je rast novčane mase ispod rasta draštvenog proizvoda, kao i na kraju godine (B–C). U sledećoj godini vođena je politika "adaptacije", tako da se i u nekoliko meseci vodila ekspanzivno monetarna politika da bi se nadoknadio manjak novca i kredita početkom godine.

Isto se ponovilo nekoliko meseci krajem treće godine, ali je na kraju godine došlo do nove restrikcije novčane mase.

Dakle monetarna politika je proces stalnog adaptiranja privrednim procesima i oceni centralne banke o stanju u privredi.

Formiranje optimalne novčane mase može biti posledica orijentacija u dva pravca:

1. Otklanjanja početne monetarne i realne neravnoteže, čime tekući period (obično je to godina dana) samo kompenzuje prethodnu neravnotežu, eime je u tekućem periodu neravnoteža posledica prethodne neravnoteže suprotnog karaktera.

2. Anticipira buduće kretanje i odnose u monetarnoj i realnoj sferi reprodukcije, uvažavajući pri tome i odložena delovanja monetarnih agregata.

Dosadašnja monetarna politika je, uglavnom bila orijentisana u prvom pravcu, jer je bio blaži i pružao veći broj indikatora za odgovarajuću kompenzacionu politiku. Monetarna teorija je, naprotiv, veću pažnju poklonila drugom slučaju, izučavajući sve dublje i sve šire "odložena" delovanja novčanog faktora u privredi, bez kojeg danas nije moguće izučavati optimalnu novčanu masu.[566]

Danas se to ističe kao zahtev za permanentnom i stablinom stopom monetarnog rasta u dužem vremenskom periodu.

Sinteza ove dve krajnosti trebalo bi biti monetarno planiranje novčane mase i kupovine snage. Ono je, na žalost, obično izostajalo, a ako je i postojalo to je većim delom rezultat drugih neekonomskih varijabla, a manje objektivne naučne analize.

Savremeni privredni sistemi sve više traže sistem instrumenata i mehanizama kojima će se ex ante regulisati optimalna novčana masa, kao neki oblik planske kategorije (ovo posebno dolazi do izražaja u našem ekonomskom sistemu).

[566] Posledica navedenog je redovno enormno odstupanje ostvarenog od programiranog rasta novčane mase u većini zemalja, a posebno u našoj privredi.

10. OPTIMALNA NOVČANA MASA I NJENE DETERMINANTE

Optimalna novčana masa je vrlo promenljiva endogena varijabla, a pod delovanjem je autonomnog ponašanja više različitih faktora i subjekata, kako monetarnog, tako i realnog sektora privrede. Tako promene na strani ponude novca, a posebno promene tražnje novca zavise o brojnim faktorima, kao: promenama sklonosti potrošnji, štednji i investicijama, raznim promenama oblika novca unutar strukture novčane mase, generalnoj orijentaciji u monetarnoj politici, ponašanju budžetske politike i deviznog bilansa i dr. monetarno–kreditna politika treba da prati i promene novčanih sredstava po sektorima, po stepenu likviditeta, interne i eksterne varijabile optimalne količine novca i dr., što je čini više ili manje efikasnom.[567]

Optimalna novčana masa mora biti dovoljno efikasan i elastičan monetarni agregat, kako po strukturi i visini, tako i u vremenskoj dimenziji. Stoga se kao prvi problem javlja pitanje njenog operativnog izračunavanja i praćenja. Zbog toga se redovno u dosadašnjim teorijskim raspravama pristupalo množenju optimalne novčane mase i prosečne brzine opticaja, da bi se dobila platežno sposobna optimalna novčana tražnja (novac u svom tekućem i najlikvidnijem obliku je ovde reprezentant tražnje), što ne mora da bude samo vezano za novac u tom obliku. No, to ostavimo za istraživanje na drugom području. Dakle, polazi se od poznatog odnosa:

$$M_o+V=T_n$$

pri čemu je Tn – platežno sposobna novčana tražnja, a ostali elementi su već poznati iz dosadašnjih izlaganja. Iz navedenih odnosa se vidi da se polazi od toga da je dovoljno pravilno obuhvatiti sumu robnih cena i utvrđiti brzinu novčanog opticaja, da bi se dobila dva osnovna elementa u određivanju optimalne novčane mase.

Dinamika novčane mase u vođenju operativne monetarne politike prati se u kraćim vremenskim intervalima (mesečno, tromesečno) da bi se blagovremeno reagovalo na privredne i monetarne tokove. Mesečna dinamika monetarne mase i društvenog proizvoda (proizvodnje, potrošnje) pokazuje njihovu usklađenost

[567] Svi subjekti u privrednom sistemu svojim odlukama u pogledu trošenja dohotka i raspolaganja novcem utiču na visinu ukupne količine novca, „te je nemoguće samo u okviru monetarnog sektora tražiti determinante ukupne količine novca, već prvenstveno za svaki sektor posebno". (Dr Milan Golijanin: *Monetarni sistem i monetarno–kreditna politika Jugoslavije,* Poduzeće–banka, Zagreb, 1979, str. 362.

(stope rasta), ali i sezonske oscilacije.[568] Prednosti ovakvog kratkoročnog usklađivanja su sledeće:

1. Veća efikasnost monetarne politike,
2. Brže usklađivanje monetarnih i realnih tokova,
3. Brže reagovanje monetarne politike na neočekivane tokove,
4. Bolja i blagovremena kontrola monetarnih tokova,
5. Efikasnija kontrola bankarskog sistema,
6. Mogućnosti ex ante blagovremenog podešavanja monetarne politike,
7. Veća mogućnost sezonskog podešavanja monetarne politike i dr.

Vezivanje godišnjeg rasta novčane mase i rasta društvenog proizvoda, bilo na kraju godine, bilo kao prosečno stanje novčane mase, stavlja ovu koncepciju u inferioran položaj i u poziciju da naknadno ili ex post reaguje, korigujući već nastale disproporcije u razvoju i kretanju novčane mase. Poznato "fino podešavanje" novčane mase je onemogućeno, a zbog zakašnjavanja u delovanju novca u privredi (na proizvodnju, potrošnju, cene, zaposlenost i dr.) efekti monetarne politike su veoma neizvesni.

Zbog toga se uz kratkoročnu monetarnu politiku stalnog prilagođavanja (veće elastičnosti) vodi i dugoročna monetarna politika strateškog karaktera, koja u osnovi i opredeljuje to da li se radi o restriktivnoj ili ekspanzivnoj monetarnoj politici.[569]

Mada, uprošćeno gledano, opšti obrazac ima svoju konzistentnost i predstavlja logičnu celinu, on ne može biti dovljna osnova za savremenu monetarnu politiku i određivanje optimalne količine novca.[570]

Prema tome, ostaje još dosta dilema. Prvo, šta uzeti kao agregat količine novca, s obzirom na vrlo diferenciranu strukturu sredstava u pogledu aktivnosti (vrlo aktivna, manje aktivna i potpuno neaktivna sredstva), kao i s obzirom na strukturu po sektorima. Drugo, šta je to suma robnih cena danas, kada društveni proizvod nije najbolji reprezentant robno–novčanih transakcija. Treće, pogrešno je poći od pretpostavke konstantne brzine opticaja novca, od čega se obično polazi u sprovođenju monetarne politike u nedostatku sigurnih i potrebnih indikatora o varijabilnosti ove brzine. Ovo se posebno odnosi na brzinu opticaja novca po sektorima.

Monetarno–kreditna politika uglavnom je usmerena u pravcu približavanja i eventualno poklapanja optimalne i stvarne novčane mase i stope rasta društvenog proizvoda po tekućim cenama. Sve dok se u modernoj privredi ne zna da li

---

[568] U uslovima depozitaog i papirnog novca (prestanka delovanja mehanizma blaga, kao i priliva i odliva novca u inostranstvo), a s druge strane, razvojem brojnih oblika novca, očito je da potrebna količina novca, za razliku od klasične teorije, dobija drugo kvalitativno značenje.

[569] Zakašnjavanje u delovanju monetarnih agregata na realne tokove privrede (vremenska nefleksibilnost monetarne i fiskaine politike),

[570] Monetarna analiza i politika u praćenju kretanja novčane mase često ne uzimaju u obzir *prosečnu novčanu masu,* već ovu masu na *kraju određenih sukcesivnih perioda.*

su i koliko cene rezultata većeg rasta novčane mase od optimalne, a koliko rezultat delovanja drugih realnih faktora i odnosa u reprodukciji, teško je prihvatiti svaki rast cena kao opravdan, koji treba "pokrivati" novom emisijom novčane mase. S druge strane, teško je prihvatiti i samo realni rast društvenog proizvoda. Postoji mogućnost da se u projekciji rasta novčane mase u toku godine uračuna planirani rast cena kao optimalan (koji je obično niži od ostvarenog), koji bi uz stopu realnog rasta društvenog proizvoda bio merilo rasta novčane mase. Ovome treba dodati i čestu potrebu monetarne politike – da mora otklanjati prethodnu monetarnu neravnotežu, pa je ovaj osnovni njen zadatak još složeniji.

GLAVA PETA

MONETARNA POLITIKA I MONETARNI MENADŽMENT

1. MONETARNO UPRAVLJANJE I MONETARNA POLITIKA

Novac i stabilizacija su danas centralni problemi makroekonomije i makroekonomske politike. Od velike ekonomske depresije, politika novca ili manipulisane valute dobija posebno značenje. Stvara se u pravom smislu reči "dirigovani novac", odnosno novac potpuno određen ciljevima nacionalne ekonomske politike. Napuštanje automatizma zlatnog važenja u pogledu mehanizma monetarnog regulisanja, ne samo unutar privrede već i spoljnih finansija, dovelo je do preuzimanja odgovornosti države za razvoj unutrašnje monetarne situacije i sistema međunarodnih platnih odnosa, odnosno eksterne likvidnosti privrede. Država preuzima direktno (istina, preko centralne banke, koja joj je u rukama) odgovomost za kreditno–monetarnu politiku u celini, za regulisanje novčane mase, ali i za regulisanje osnovnih robno–novčanih tokova unutar privrede.Taj zaokret u monetarnoj politici vezan je za najnovije rasprave u teoriji o tri ključna pitanja:

1. Da li isključivi cilj kreditno–monetarne politike i dalje treba da ostane stabilnost cena i ravnoteže platnog bilansa (ravnoteža i stabilnost deviznog kursa) odnosno da li da samo "dopunjava" odnos dohodak rashodi u regulisanju zaposlenosti, ekonomskog rasta i regionalnog (strukturnog) razvoja;
2. Kakva je priroda monetarnog procesa i domet delovanja monetarne politike u odnosu na druge regulativne mere ekonomske politike;
3. Koje su granice delovanja te politike u strateškom nastupanju na koje svaka privreda mora da računa kada počinje da primenjuje određene mere, odnosno kada se učini "generalni zaokret" u opštoj orijentaciji, odnosno da svesno reguliše novčane tokove.

Ovde ćemo, imajući to u vidu, da razmatramo probleme i način delovanja monetarne politike na promene ravnotežnog nivoa nacionalnog dohotka, odnosno stopu rasta i visinu zaposlenosti, a zatim instrumentarij koji poznaje savremena ekonomska politika u sprovođenju monetarno–kreditne politike.

Centralne banke, u većini zemalja, su institucije koje pre svega treba da brinu, prema zahtevima monetarne teorije, za sledeće:

- Kada konjunktura i zaposlenost padaju da ekspanzivnom monetarno–kreditnom politikom, koja će dovesti do povećanja obima novca i kredita iznad optimalne, podrže konjunktum koja je u padu ,i

- Da smanje obim novca i kredita u periodu kada potrošnja preti da postane ekscesivno velika, da daljim rastom može da izazove porast cena, odnosno inflaciju. Monetarna korektura treba da formira novčanu masu ispod optimalne u zavisnosti od visine poremećaja ravnoteže. Dakle onda se vodi restriktivna monetarna politika.

To znači da danas i ne može više da se govori o bankama koje treba da se brinu samo o količini novca u privredi, već o centralnim bankama koje treba da se brinu o celokupnoj privrednoj situaciji u zemlji, što je prihvaćeno gotovo u svim zemljama.

Dakle, u teoriji je opšteprihvaćeno gledište da je osnovni smisao monetarne politike njeno delovanje na nivo i dinamiku privredne aktivnosti regulisanjem obima i strukture efektivne novčane tražnje[571] adekvatnim formiranjem visine i strukture novčane mase.

Monetarna politika umesto pasivnog postaje izuzetno aktivno sredstvo koje uz fiskalnu politiku postaje sredstvo u vođenju stabilizacione, odnosno konjunkturne politike.[572]

Za monetarnu politiku u vreme depresije naročito su relevantni fenomeni nedovoljne potrošnje nacionalnog dohotka i neobično visoka "sklonost likvidnosti". Težnja za čuvanjem likvidnih sredstava inspirisana je nepovoljnom poslovnom perspektivom, velikom oprcznošću i spekulativnim razlozima zasnovanim na daljnjem očekivanju pada cena. "Publika i poslovni krugovi ne žele da zajme, a želja za likvidnošću zadovoljava se smanjenjem trošenja, što pogađa proizvodnju i investicije". Bankrotstvo banaka i nezaposlenost dovođe do toga da se dalje otežavaju uslovi kreditiranja, što izaziva dalje smanjenje potrošnje. Da bi se pariralo kumulisanju depresionog procesa i uticalo na oživljavanje privredne aktivnosti, monetarna politika mora da bude orijentisana na ekspanziju monetarne mase i stvaranje povoljnih uslova za povećanje likvidnosti. Potražnju za likvidnim sredstvima treba zadovoljiti jevtinim kreditima, podstaći publiku da zajmi i troši, povoljnim kreditima uticati na porast investicione potrošnje i efikasnije oplođavanje kapitala, odnosno društvene reprodukcije.

Radi ostvarenja takve politike u zemljama s razvijenim tržištem vrednosnih papira javnog sektora, centralna banka će pristupiti kupovini obveznica u "open–market operacijama", čime će dovesti do porasta depozita poslovnih banaka i osposobiti ih za proširenje kreditiranja komitenata. Intervencija može da se sastoji ne samo u uslovima globalne kreditne ekspanzije nego i u posebnom favorizovanju određene vrste kredita koji imaju povoljno delovanje u pokretanju privredne inicijative ili su naročito senzitivni na sniženje i na uslove kreditiranja. Iskustvo pojedinih zemalja pokazuje da to mogu biti, na primer, krediti za izvoz, krediti za stambenu izgrađnju, krediti za trajna potrošna dobra i slično.

---

[571] Takva uloga monetarne politike posebno izrasta u periodu dirigovanog novca, posle ukidanja zlatnog važenja i potpunim krahom tog monetarnog sistema.

[572] Dr M. Vučković, Savremeni problemi monetarne teorije i politike, Naučna knjiga, Beograd 1960., str. 79.

Stvaranju povoljnih kreditnih uslova i podsticanje opšte i pojedinačne sklonosti ka potrošnji, monetarne vlasti danas sve manje utiču manipulisanjem kamatnom stopom, a sve više drugim instrumentima. Istina, sniženjem eskontne stope, odnosno stope po kojoj centralna banka daje kreditnom tržištu vlastite kredite, a i samim operacijama "otvorenog tržišta" pridonosi se opštem snižavanju kamatne stope i stvaranju povoljnih kreditnih uslova radi ekspandiranja profitne stope i stvaranju povoljnih kreditnih uslova radi ekspandisanja ukupne potrošnje. Međutim, to je samo "barometar" za publiku da je došlo do zaokreta u upravljanju novcem i kreditnoj politici i da se prešlo na liberalnu politiku, čemu treba da se prilagode i drugi instrumenti, a ne samo kamata. Određujući osnovnu orijentaciju u sprovođenju monetarne politike, vidimo da ova politika može da se vodi u dva strateška pravca:

- Ekspanzivno i
- Kontraktivno

što u krajnjem slučaju treba da pridonese uklanjanju neželjenih tokova konjunkture, odnosno dovede do stabilizacije privrede.

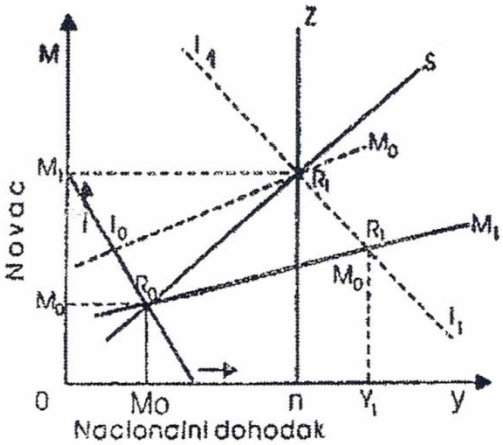
Kako postoji mogućnost globalnog regulisanja novčane mase i selektivnog regulisanja, obično se polazi od toga da se uvođenjem globalnih olakšica podstiče stopa rasta, ali uz žrtvovanje određenih selektivnih i strukturnih problema privrede. S druge strane, globalno regulisanje se obično odražava na investicije, pa je nedovoljno elastično, odnosno dosta je kruto. Savremena shvatanja polaze od zahteva sve selektivnijeg monetarnog regulisanja uz podržavanje aktivnosti koje pridonose razvoju privrede (npr. izvoz). Time je velikim delom monetarna ravnoteža žrtvovana visokoj stopi ekonomskog rasta.

2. EKSPANZIVNA MONETARNA POLITIKA

Monetarno–kreditna politika u osnovnoj orijentaciji videli smo, može da bude ekspanzivna i kontraktivna. Ekspanzivna monetarna politika treba u uslovima pada proizvodnje i zaposlenosti, odnosno u skladu s našim ranijim zapažanjima,[573] već pri samim tendencijama njihovog snižavanja, da ekspanzijom novca i kredita iznad optimalne, dovede do njihovog podizanja naviše. Instrumentima monetarne politike, liberalno postavljenim, nastoji se da se podstakne potrošnja, investicije i "poslovna klima" u privredi, koji treba da dovedu do rasta realnog dohotka i zaposlenosti. Grafički bi se to moglo prikazati na sledeći način:

[573] Teorijski se polazi, istina prećutno, od pretpostavke visoke osetljivosli investitora i privrede na promene kamatne stope, što u savremenoj privredi ne moža i da postoji, posebno u privredi s visokom stopom inflacije koja prelazi 3–5 puta visinu kamatne stope. Niska i negativna kamatna stopa javlja se kao premija za ulazak u investicije.

DELOVANJE MONETARNE POLITIKE NA INVESTICIJE



Prema kejnzijanskoj teoriji, politika jevtinog novca (niske kamate) dovodi do porasta tražnje kredita, zbog porasta efikasnosti kapitala, uz porast investicija.

Porast investicija sa I na visinu L1, uz postojeću krivu štednje S.dovešće do multiplikovanog porasta nacionalnog dohotka sa Om na On, uz prelazak ravnotežne tačke Ro na R1 (koja bi, po mogućnosti, trebalo da se nađe na liniji pune zaposlenosti Z).

Pod delovanjem ekspanzije novca i kredita došlo je do multiplikovanog porasta nacionalnog dohotka u odnosu prema inicijalnom rastu investicija nastalom kreditnom politikom.

Na makroplanu, povezivanjem monetarne politike s analizom nacionalnog dohotka, dolazi se do sledećih opštih stavova:

- Ekspanzivna monetarna politika može značajno da doprinese uklanjanju već nastale ili sprečavanju redovnog kumulativnog procesa recesije i nezaposlenosti.
- Ekspanzivna monetarna politika (kao uostalom i restriktivna), primarne efekte daje u internoj ekonomiji, pre svega u nedovoljno razvijenoj privredi, dok u razvijenim zemljama slobodnim kretanjem novca i kapitala (zbog razlika u kamatnim stopama i reagovanju novca i kapitala na te razlike) primarne i osnovne efekte davaće u eksternoj ekonomiji (platni bilans), a manje u internoj ekonomiji.
- Ekspanzivna politika danas se ne sprovodi samo snižavanjem kamatne stope već daleko senzibilnijim i elastičnijim instrumentima iz kojih se bira upravo onaj koji će u monetarnoj i privrednoj situaciji određene ekonomije da da optimalne rezultate. Takav stav nalazimo i kod J. Tinbergena,[574] koji konstatuje da za svaki poseban cilj ekonomske politike treba poseban instrument. To bi bilo previše da se očekuje od monetarne politike, čak i pod pretpostavkom da njome može da se reguliše ukupna tražnja, što i danas tvrdi neokvantitativna teorija,

[574] J. Tinbergen: On The Theory of Economics Policy, Amsterdam, 1952.

polazeći od toga da se samo njenim delovanjem može da osigura stabilnost cena i visoka zaposlenost.[575]

- Povećanje količine novca u uslovima stabilnih cena može da se koristi kao metod stimulacije porasta proizvodnje i zaposlenosti.

Privredni subjekti se odlučuju na nova ulaganja i povećanje privredne aktivnosti. Veća količina novca daje period nastupajućeg prosperiteta, ali su signali često bili lažni. Kada se to otkrije, prestaje stimulativno dejstvo na proizvodnju "očekivana ekspanzija pretvara se u inflaciju i ništa više".

U određivanju osnovne orijentacije monetarne politike, očito je, treba je vezati za određene privredne agregate ili parametre.

Monetarna politika se obično vezuje za kretanje društvenog proizvoda. Iz odnosa stopa rasta društvenog proizvoda i novčane mase određuje se i karakter monetarne politike. Naime, ako je stopa rasta novčane mase veća od stope rasta društvenog proizvoda u tom periodu smatra se da se vodi ekspanzivna monetarna politika, ako je niža tada se vodi restriktivna monetarna politika.

Osnovno pitanje koje se postavija jeste: da li rast realnog ili nominalnog društvelog proizvoda ili rast proizvodnje kao mera rasta novčane mase, a nekada realni rast uvećan za "tolerantnu", izabranu stopu inflacije (koja označava blagu inflaciju).

Ekspanzivna monetarna politika danas se, uglavnom, sprovodi primenom sledećih instrumenata: sniženjem eskontne stope, sniženjem kamatne stope na kredite u bankarskom sistemu, ekspanzijom kredita privredi, ekspanzijom krdita stanovništvu, smanjenjem stope obavezne rezerve, smanjenjem stope rezerve likvidnosti, oslobađanjem od plafoniranja kredita, ekspanzivnom poli–ikom otvorenog tržišta, monetizacijom zlata i rezervnih sredstava i dr.

Monetarne vlasti danas nastoje da prilagođavaju novčanu masu promenama dohotka regulisanjem kredita (privredi i stanovništvu), operacijama na otvorenom tržištu smanjenjem obavezne rezerve, dok izbegavaju nagle i velike promene kamatnih stopa, do čega je u većoj inflaciji, odnosno recesiji moralo nužno da dolazi.

OSNOVNI MONETARNI INDIKATORI

Monetarna baza (primarni novac
Novčana masa (M1)
Masa likvidnog novca (M2)
Monetarni multiplikator
Dinarski plasmani banaka
Kreditni muiliplikator

[575] Danas su mnogi ekonomisti spremni da se slože s tim da monetarna politika ima dominantnu ulogu u regulisanju ukupne tražnje.

Brzina opticaja novčane mase
Društveni proizvod
Stepen monetizacije privrede (M1 : Dp)

Monetarnom infuzijom u privredi preko ekspanzivne monetarno–kreditne poitike u borbi protiv recesije i krize, kao i ostalim komplementamim merama makroekonomske politike, može da se relativno brzo i lako i u vrlo kratkom roku poveća agregatna tražnja, a time dovede i do uravnotežavanja agregatne tražnje i ponude. Međutim, stabilnost i ravnoteža na duži rok ne mogu da se održe i bez ekonomskog rasta, a time i povećanja agregatne ponude.

Iz navedenog razloga dugoročne mere makroekonomske politike (posebno monetarne) moraju da budu koncentrisane na poras proizvodnje i ponude robnih fondova.

U manje razvijenim privredama, bez razvijenog finansijskog tržišta, slabo monetizovanim privredama, neelastičnosti faktora proizvodnje na monetarne infuzije i dr., takav ekscesivan monetarni rast se odražava na rast cena. Pri tome proizvodnja ostaje rezistentna, često i u opadanju.

Danas preovladava shvatanje da je monetarna politika nedovoljno efikasan segment ekonomske politike, i pored brojnih i oprobanih instrumenata, posebno u sprečavanju recesije, kao što je neefikasna i u suzbijanju inflacije troškova.

3. MONETARNA POLITIKA PROTIV INFLACIJE – RESTRIKTIVNA MONETARNA POLITIKA

Suprotno ekspanzivno vođenoj monetarnoj politici. kontrakciona politika treba da otežavanjem uslova kredita i restriktivno postavljenim drugim instrumentima smanji količine novca u opticaju. Vodi se politika “skupog novca”, odnosno uobičajeno rečeno, restriktivna kreditna politika banaka. Porast kamate i smanjenje likvidnosti dovođe do opadanja privatnih i javnih investicija i ukupne potrošnje. Da bi bila efikasna u svom delovanju, ovako usmerena politika novca mora da bude “neumerena”. Ona obično dovodi do deceleracije ekonomskog rasta, što prisiljava monetarne vlasti da budu oprezne u sprovođenju te politike, jer cena koja se za to plaća, vrlo je visoka. Pokušaj da se dođe do finansijske stabilnosti ograničavanjem globalne tražnje; verovatno će da izazove veći gubitak u stopi rasta i zaposlenosti, ali redovno pogađaju stopu rasta, pa kada već moraju da se sprovođe, sprovođe se dosta oprezno i veoma dozirano.[576] Pravilna odmerena i

[576] Poučan je primer Japana iz 1994. godine. kada se ošlrim rcsirikcijama u borbi protiv inflacije gotovo prepolovila stopa rasta, ali i Jugoslavije iz 1996. godine. Kada se oštrom restriktivnom kreditnom politikom pokušalo da stabilizuje privreda, ali je izazvana ozbiljna recesija, bez stvarne stabilizacije.

dozirana kontraktivna politika novca i kredita treba da dovede do smanjenja ili uklanjanja inflacionog procesa, mada je to, u uslovima savremene inflacije, i teorijski i praktički teško da se očekuje.

Problem kontraktivne politike upravo je u tome što sniženje cena nedovoljno elastično reaguje na smanjenje novčane mase i platežno sposobne tražnje, što bi trebalo da bude pretpostavka veće efikasnosti te politike.[577]

Sa dovoljno sigurnosti može da se tvrdi da je monetarna politika pokazala potrebnu efikasnost, kada su uzroci nestabilnosti, uglavnom, monetarni faktori, dok se u drugim faktorima redovno javlja potreba za sinhronizacijom i drugih mera. Međutim, teško je, gotovo nemoguće, da se razgraniče monetarni od realnih faktora nestabilnosti i njihova "specifična težina", u tome.

I ovde je činjenica da je jedan od primarnih ciljeva monetarne politike da, u uslovima optimalne zaposlenosti, očuva traženu unutrašnju i spoljnu vrednost nacionalne novčane jedinice. Međutim, to znači da redovno monetarna politika ne bi smela da žrtvuje stopu rasta i zaposlenost kako bi očuvala stabilnost, što je i dalje ostala jedna od osnovnih kontroverzi u sprovođenju bilo koje osnovne koncepcije monetarne politike.

Današnja stagflacija dovodi monetarnu politiku pred dilemu: ili da se orijentiše na stabilnost ili da nastoji da se ostvari puna zaposlenost. Ukoliko se želi da ostvari stabilizacija, mora da se sužava monetarna baza, poveća kamata i dr., a time i troškovi, što vodi u recesiju i nezaposlenost i obrnuto.

Monetarna politika koja je usmerena na stabilnost cena dovodi do pojačavanja u oscijacijama realnog dohotka, dok monetarna politika usmerena na porast zaposlenosti – dovodi do varijacija u cenama (porast).

Monetaristička politika, visoka kamata i oštra restrikcija ponude novca može u razvijenim privredama (da li i u nerazvijenim?) da da određene efekte u regulisanju inflacije, mada se u ekonomskoj teoriji stoji na stanovištu da za dinamizovanje proizvodnje i povećanje zaposlenosti veće efekte daje kejnzijanska politika budžetskog deficita.

Oštra restriktivna monetarna politika (kamate i devizni kurs) onemogućavaju širenje inflacije, dok budžetski deficit pokreće realne agregate privrede. Istina, kejnzijanski efekti regulisanja tražnje na ovaj način polaze od rigidnosti cena, pošto se realni efekti (proizvodnja, zaposlenost, izvoz) ostvaruju pre nego što dođe do procesa prilagođavanja i rasta cena. Država budžetski deficit može da pokriva (što se obično i čini) gomilanjem duga ili inflatornim porezom preko nove emisije novca centralne banke, čija se vrednost stalno smanjuje u inflaciji.

[577] U kontrakcione mere monetarne politike obično spadaju sledeće: povećanje diskontne stope, povećanje kamatne stope u bankarskom sistemu, kontraktivna politika otvorenog tžišta, restrikcija kredita privredi, restrikcija potrošačkih kredita, povećanje stope rezervi likvidnosti, povećanje stope obaveznih rezervi, blokiranje uloga banaka posebno namenjenih investicijama, stimulacija svih oblika štednje i dr. Obično se vodi sinhronizovana politika primene mnogih instrumenata.

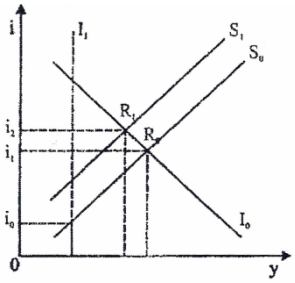
Kejnzijanska teorija polazi od toga da smanjivanje poreza (oslobađanjem dohodaka poreskim obveznicima) vrlo brzo povećava tražnju i proizvodnju (zaposlenost), bez povećanja cena. Fiskalna ekspanzija je moguća, dakle, u uslovima čvrste monetarne politike, bez opasnosti od ubrzanja inflacije. Suprotno tome, povećanje poreza i smanjivanje državnih izdataka dovodi do izvlačenja novca iz privrede i od stanovništva, što vodi padu investicija i proizvodnje. Fiskalna politika deluje i na devizni kurs (platni bilans) preko "efekta bogatstva" izmenom pojedinih oblika imovine svih subjekata, uz pretpostavku veće mobilnosti kapitala i međusobne zamenljivosti pojedinih oblika imovine.

4. MONETARNI MENADŽMENT U EKONOMSKOJ KRIZI – EFIKASNOST MONETARNE POLITIKE

Duboku depresiju i krizu karakteriše neiskorišćenost kapaciteta, nizak nivo investicija i proizvodnje i nenormalno visok nivo neprodate robe, što je posledica izuzetnog pada globalne tražnje. Želje za investiranjem, zbog pada profita i slabih poslovnih izgleda, svedene su gotovo na nulu. "Granična efikasnost kapitala" je u takvoj situaciji na nivou kamatne stope, a u dubokoj krizi i ispod nje. Bruto profit, često, u takvim uslovima ne pokriva troškove kamate. Preduzetnici se teško odlučuju na nove investicije, pa i ukoliko dođe do takvog sniženja kamata[578] da se pojavljuje negativna kamata, odnosno premija za ulazak u investicije. Dakle, i u slučaju kada kamatna stopa postane jednaka nuli, ili uz negativnu kamatnu stopu (premije za investiranje), oni se neće odlučivati na nove investicije, jer su poslovni izgledi veoma slabi (ako se odluče, to će biti pod posebnim uslovima). Sama kamatna stopa i operacije kamatom nedovoljni su da okrenu konjunkturu koja je u padu, odnosno da pokrenu investicije i poslovnu aktivnost.

Kriva tražnje investicija gotovo je vertikalna (I) i nezavisna od kamate (i).

Pogledajmo to na slici desno:



Investicije ostaju neosetljive na promene kamatne stope (i0, i1), tako da ni promene štednje ne dovođe do promena u krivoj investicija. Investicije malo ili gotovo neznatno

[578] Snižavanje kamatne stope danas velikim delom, dovelo bi do kretanja kapitala iz zemlje u inostranstvo. Naime, u uskoj povezanosti međunarodnog tržišta novca i kapitala, razlika u nivou kamate u raznim privredama prouzrokovala bi njihovo kretanje u privrede s višom kamatnom stopom, dok domaća likvidnost može ostati nepromenjena. Konfliknost domacih i spoljnih ciljeva ekonomske politike ovde posebno dolazi do izražaja.

reaguju na kamatu, te ona ne može obaviti svoju funkciju regulatora investicija. Iz krive netoefikasnosti novca proizlazi da u fazi recesije i pada nacionalnog dohotka kamata mora biti vrlo niska i to niža od negativne stope nacionalnog dohotka.

Manipulisanje kamatnom stopom u takvim uslovima potpuno je neefikasno da bi se podigla kriva investicija naviše i da bi se time podigao nivo nacionalnog dohotka i zaposlenosti. Međutim, suprotno dosadašnjim teorijskim stavovima, monetarna politika ipak nije samo politika kamatne stope. Ona, videli smo, raspolaže mnogim, znatno efikasnijim instrumentima u regulisanju novčane mase i monetarne baze. S druge strane, fiskalna politika, a pre svega javni rashodi trebalo bi uspešno da kompezuje nedovoljan obim privatnog investiranja, kako bi ukupna kriva investicija bila pomerena naviše. Osim navedenog, i drugi oblici poreskih olakšica trebalo bi da suzbiju politiku preterane štednje[579] da bi brže došlo do procesa uravnotežavanja.

Sama monetarna politika, dakle, po takvim shvatanjima, nije u stanju da dovede do preokreta u kretanju proizvodnje i zaposlenosti (što se pokazalo u praksi u velikoj krizi 30–tih godina ovog stoleća). Zbog toga je fiskalna politika, posle 1933, došla na prvo mesto u regulaciji tražnje i potrošnje, odnosno konjunkture, posebno privrede, kada je došla u duboku depresije. Mere monetarne politike pokazuju se kao potpuno neefikasne, posebno mere inače zakasnetog snižavanja kamate, odnosno politika jeftinog novca i kredita. Fiskalizam zauzima mesto ranije dominirajućeg monetarizma u ekonomskoj teoriji koji se zadržao sve do šezdesetih godina ovog veka. Duboku krizu tridesetih godina monetaristi pripisuju isključivo loše vođenoj monetarnoj politici.[580] U SAD je, na primer, 1929–1933. godine, došlo do smanjenja količine novca u opticaju za jednu trećinu. Smanjenje opticaja produbilo je i produžilo krizu.[581] Monetarna politika sprovodila se tako da je dovela do neverovatne deflacije u SAD i u drugim privredama u svetu.

Savremeni kejnzijanci, pa i monetaristi, smatraju da je pred veliku ekonomsku krizu 1929. trebalo voditi ekspanzivnu monetarnu politiku, preplaviti tržište jevtinim novcem i drugim pogodnim uslovima, čime bi se sprečilo padanje proizvodnje i zaposlenosti, a time i ulazak u krizu.

Kada je depresija uzela maha, svi pokušaji centralnih banaka da smanjivanjem kamatne stope pokrenu nove investicije i konjunktum doživeli su neuspeh. Međutim, M. Fridman ispravno konstatuje da problem nije u tome što se pokušala promeniti monetarna politika i što se, tada, uvidelo da je neefikasna. Naprotiv, Federalni rezervni sistem uopšte nije ni pokušao da je primeni. Ono što je pokušano, učinjeno je potpuno obrnuto (restrikcije u monetarnoj politici).[582]

---

[579] Harry G. Johnson: O nckim problemima monetarne i fiskalne politike. NBJ, br. 4, 1969., slr. 22–40.
[580] Millon Fridman: Teorija novca S monetarna politika, izd. Rad, Bgd. 1972. str. 280.
[581] Kriza likvidnosti nije posledica toga što je porasla sklonost likvidnosti („Konji dovedeni do vode nisu hteli da piju"). To je direktna posledica neadekvatne monetarne politike.
[582] M. Fridman, op. cit. str. 220.

Nije problem u tome što ne postoji dopunska tražnja i "želje za investiranjem", već je preterana opreznost banaka u odobravanju kredita. Pokazalo se da su mnogo bolje prošle banke koje su odobrile kredite i lošim partnerima iz privatnog sektora, nego one koje su kupovale državne vrednosne papire da bi povećale svoju sekundarnu likvidnost. Na temelju toga se tvrdilo da je monetarna politika prevaziđena i da novac nije više značajan, da je osnovna funkcija monetarne politike održavanje niske kamatne stope. Tako je, u posleratnom periodu, bila prihvaćena politika jevtinog novca. Inflacija, koja se kasnije snažno razvila i bila stimulisana takvom politikom jevtinog novca, značila je ponovno vraćanje na aktivnu monetarnu politiku.

Mnoge analize privredne ekspanzije 1983–1995. pripisuju (J. S. Duesenberry) takav preokret fiskalnoj politici (sniženje poreza, javni dug, dok se odaje priznanje monetarnoj politici koja je to omogućila, pošto nije stala na put takvom delovanju fiskalne politike (dodatna emisija novca i niska kamatna stopa).

Monetarna politika, usmerena na stabilnost cena, u takvim odnosima će pojačavati oscilacije realnog dohotka, dok monetarna politika usmerena na postizanje visoke zaposlenosti i dohotka istovremeno pojačava varijacije cena. Delujući u uslovima recesivne inflacije, koja je danas dosta prisutna u svetu, monetarna politika gotovo uvek ima destabilizacioni karakter. Ukoliko se stabilizuje zaposlenost i poveća stopa rasta nacionalnog dohotka, redovmo dolazi i do rasta cena. Ako se, s druge strane, žele stabilizovati cene, dolazi do rasta nezaposlenosti i pada nacionalnog dohotka, odnosno društvenog proizvoda.

5. OGRANIČENJA U SPROVOĐENJU I EFIKASNOSTI MONETARNE POLITIKE

Oživljavanje monetarne politike, kao prilično specifičnog područja ekonomske politike, podstaklo je i istraživanje delovanja monetarne politike, kao celine, i njenih instrumenata u pojedinim fazama privrednog razvoja. Oživljavanje monetarne politike, kao instrumenta kratkoročne politike, postavilo je i pitanje primene i efikasnosti tradicionalnih instrumenata te politike: kamatne stope, kreditnog volumena, otvorenog tržišta, stope rezerve likvidnosti, obavezne rezerve i dr.

Pre kejnzijanske revolucije, monetarna politika je bila, uglavnom, jedini instrument celokupne ekonomske politike – kao sredstvo stabilizacije cena, dok je kasnije uvedena fiskalna politika kao sredstvo osiguranja pune zaposlenosti.

Od pedesetih godina monetarna politika ponovo preuzima najveći deo odgovornosti za ekonomsku stabilizaciju na kratak rok, što je posledica sve većeg budžetskog deficita i njegovog teškog prilagođavanja ciljevima nacionalne poli-

tike stabilizacije, odnosno prevlasti ostalih ciljeva nad ciljem stabilizacije.[583] Od monetarne politike se zahteva sve veća elastičnost u osnovnom strateškom delovanju, što je u situaciji korišćenja novca i kredita za brojne neekonomske svrhe vrlo teško. Elastičnost monetarne politike je sposobnost brzog menjanja određenih instrumenata i njihovo prilagođavanje, pre svega, privrednim procesima. Pred monetarnu politiku se, imajući u vidu ta dva momenta, postavlja izvesna kritična tačka efikasnosti uopšte:

1. Da li monetarne vlasti preduzimaju određenu akciju pravovremeno,
2. Da li se delovanje monetarne akcije u privredi ispoljava dovoljno brzo i
3. Da li daje dovoljan stabilizacioni efekat, odnosno da li se monetarna politika koristi i za druge ciljeve izvan "normalnih" kojima treba da je podređena.

Pretpostavka efikasnosti monetarne politike jeste blagovremeno, često i eks ante, preduzimanje određenih zaokreta u monetarnoj politici, što pretpostavlja sintezu realnog monetarnog planiranja.[584] Preduzimanje tih mera vezano je za određenu procedru koja će se smanjiti na minimum, ukoliko se sve više, ex ante, preduzimaju. I u brzini efekata preduzetih mera trebalo bi da svaka privreda, bar orijentaciono, poznaje odgođene efekte te politike, brzinu opticaja, multiplikator i druge faktore vezane za koncept planirane optimalne količine novca u opticaju.

Ako postoje velike deformacije u monetarnim tokovima u odnosu na normalna kretanja i ako postoje nekontrolisani monetarni tokovi od strane centralne banke, tada monetarna politika ne može biti efikasna i davati očekivane rezultate (efekte).[585]

Što se tiče stabilizacionog efekta i korišćenja monetarne mase (primarne emisije) za finansiranje, najčešće budžetskih rashoda, ta dva elementa su danas, u fazi inflacije, u očitom raskoraku. Organi ekonomske politike moraju jasno da odvoje ta dva pitanja: ili stabilizaciona monetarna politika ili inflaciono naduvavanje novčane tražnje većim ili manjim sistemom deficitnog finansiranja budžeta (državnih rashoda).

Novi pristupi monetarnoj dinamici zahtevaju i sve složenija istraživanja teorije realnog ievestiranja, paralelno s analizom delovanja osnovnih monetarnih agregata, jer se sve više operiše količinom novca umesto, kao ranije, kamatnom stopom (uticajem promena u kamatnim stopama na pojedine oblike troškova). Tako je period dugotrajne posleratne inflacije i neosetljivost kamate na investicije i troškove reprodukcije dovelo do generalnog zaokreta od kamate ka količini novca. Monetarna teorija, s jedne strane, postaje sastavni elemenat opšte teorije reprodukcije (teorije kapitala), a, s druge strane, elemenat stabilizacije sistema i sistema planiranja formiranjem određene monetarne dinamike.

---

[583] H. Johnson: Monetary Theory anđ Po!icy, The American Economic Review, june 1962. No 3.

[584] Gotovo u svim tržišnim privredama nedostaje jedan adekvatan i izrađen instrumentarij i sistem monetarnog planiranja. Ukoliko nešto u tom pogledu i postoji, to su više neobavezne projekcije i rezultati kompromisa raznih vanekonomskih struktura.

[585] Videti šire: Deformacije monetarnih tokova i pravci usavršavanja monetarno–finansijskog upravljanja, studija, Narodna banka Jugoslavije, 1995. (direktor projekta dr Slobodan Komazec).

Monetarna politika, uz fiskalnu politiku dohodaka i spoljno–trgovinsku politiku, postaje osnovna poluga u dinamiziranju privrednog rasta i stabilizacije privrede. Ovo se posebno odnosi na privredu pogođenu inflatornom neravnotežom. Međutim, faktori koji određuju tempo i kvalitet ekonomskog rasta su daleko brojniji.

6. DEFORMACIJE U MONETARNIM TOKOVIMA I MONETARNA POLITIKA

Posebno značajna ograničenja u provođenju efikasne monetarne politike javljaju se kada u privredi postoje velike deformacije u monetarnim i finansijskim tokovima.

Deformacije monetarnih tokova u odnosu na "normalna" kretanja, koja osiguravaju ravnotežu ponude i tražnje novca, a posebno na sektoru preduzeća i banaka, postale su kao problem izuzetno prisutne kod nas, ne samo kod tih segmenata privrede, već i kod organa zaduženih za vođenje monetarne i ukupne makroekonomske politike.

Deformisani monetarni tokovi vođe i deformaciji raspodele, očekivane upotrebe novčanih holdinga, dok deformisana tražnja novca onemogućava kvalitetnu, strukturno podešenu i blagovremenu ponudu novca, a time i efikasnu (i kontrolisanu) monetarnu politiku. Deformisani monetarni tokovi vođe disproporciji ponude i tražnje na svim tržištima (robna, novčana, devizna, kapitalska), čime često postaju uzrok brojnih neravnoteža u privredi, ali i globalne neravnoteže. Ovakvi monetarni tokovi u osnovi znače nekonfrolisane tokove, ne samo sa pozicije Centralne banke, poslovnih banaka, drugih finansijskih institucija i države, već i svih subjekata koji raspolažu određenim novčanim oblicima. Kako nema dovoljno snažne, brze i efikasne pravne zaštite (koja u uslovima inflacije ili hiperinflacije ostaje uvek nedovoljna i zakašnjela) sve se prelama kroz dva jasna fenomena:

- Nedostatak pravne države i poštovanja normalnih obligacionih odnosa u privredi,
- Osećaj nesigurnosti i stvaranje ekonomije bez poverenja i poslovnog morala. Odatle do stihije i gotovo anarhičnog ponašanja nije dug put. Poslovna klima je tada puna neizvesnosti, a finansijski i drugi rizici vrlo izraženi. Temelji zdrave ekonomije i restrukturisanja privrede, selekcija u razvoju i programima, gotovo su nemogući. Finansijsko i monetarno planiranje i funkcionisanje finansijskog tržišta gotovo su onemogućeni. Očito je da je početak i kraj svakog ciklusa reprodukcije postao potpuno neizvestan (novac). To su samo propratne pojave koje se neminovno kumuliraju u nekontrolisanin monetarnim tokovima.

Može li se voditi efikasna i nužno programirana monetarna politika? Očito je da se novac ubačen u privredno–finansijske tokove odliva nekontrolisano u

sektore i nosioce novca i dohodaka, dovođeći do nelikvidnosti određenih vitalnih sektora (preduzeća i banaka) i hiperlikvidnosti (praćene deformisanom novčanom tražnjom) na drugim sektorima. Moć kontrole funkcije potrošnje opada, ali i veza monetarne politike i osnovnih agregatnih odnosa.

Koji su to deformiteti u monetarnim tokovima koje treba odgovarajućim merama i instrumentima monetarne i finansijske politike otklanjati, ali i izmenama u samom privrednom i finansijskom sistemu?

1. Osnovna deformacija je prekid funkcije u odnosima krediti–depoziti banaka, što vođe stainom slabljenju depozitne osnove banaka, a time i njihove finansijske i kreditne sposobnosti. Time je prestao i proces monetarne multiplikacije, odnosno stvaranje novca od strane bankarskog sistema (uz stalni pritisak na Centralnu banku i primarni novac). Banke su se pretvorile u obične distributere primarnog novca, posebno u potpunom izostanku štednje stanovništva i depozita drugih sektora.

2. Finansijski sistem omogućava automatski odliv novca iz sektora preduzeća, čak i po osnovu uzetih kredita kod banaka, stvarajući permanentnu "organsku" nelikvidnost preduzeća i visoku zavisnost od kredita banaka (ili međusobnih kredita).

3. Struktura novčanih sredstava privrede, banaka i javnog sektora je poremećena, posebno iz aspekta mobilnosti i likvidnosti, čime je prestao da funkcioniše onaj fini mehanizam povratne veze odliva i priliva novca iz sektora u sektor (kupovinama i prodajama robe i usluga, porezima i rashodima, dizanja gotovine i uplata pazara i dr).

4. Pretvaranje tekućeg novca u novčani kapital je onemogućeno, a njegovo ispadanje iz cirkulacije je trajno otvoren proces.

5. Deformisanje u strukturi novčanih sredstava, posebno prelivanjem likvidnih u nelikvidne oblike novca, što stvara permanentan "nedostatak" novca za plaćanje (gotov novac i depozitni novac), a posebno u strukturi depozitnog novca po sektorima, što direktno deluje na brzinu opticaja novčane mase.

6. Opšti sistem neplaćanja u privredi i izbegavanje podmirivanja novčanih obaveza, zaoštrava "problem novca" šireći opšti lanac neplaćanja i nelikvidnosti.

7. Monetarna struktura u bilansima banaka je potpuno poremećena, a time i njihova sposobnost transformacije pojedinih novčanih oblika u druge oblike.

8. Navedenim odnosima struktura novčane mase i likvidnost po sektorima teško se mogu kontrolisati i svesno regulisati od strane Centralne banke i monetarne politike, posebno kada je učešće gotovog novca u novčanoj masi izuzetno visoko (44–50%).

9. Deformacije u novčanim tokovima sektora stanovništva su izuzetno izražene, posebno kroz sistem formiranja dohodaka, njihove disperzije i finalne upotrebe.

10. Deformacijom se smatra i prevelika količina gotovog novca u opticaju u strukturi novčane mase, posebno u odnosu na razvijene tržišne privrede, uz nemogućnost kontrole opticaja gotovog novca, ali i nedostatak odgovarajućih šire prihvatljivih) oblika hartija od vrednosti, kao pravih surogata gotovog novca. Ovaj problem je već dugi niz godina prisutan i poznat javnosti, ali se gotovo ništa nije uradilo u smanjivanju uloge gotovog novca u opticaju, uz porast odgovarajućih oblika hartije od vrednosti.

11. Deformiteti postojećeg sistema. poreza i doprinosa iz aspekta kontrole, monetarnih tokova, formiranja optimalne strukture sredstava i likvidnosti privrede, su izuzetno naglašeni, posebno automatski odliv novca iz sektora preduzeća u javni sektor, bez obzira na finansijsku snagu, poslovne efekte i poresku moć privrede. U odlivu i prilivu sredstava iz privrede (masa i struktura) u javni sektor nastaju i problemi nedovoljne kontrole javne potrošnje (rashoda), strukture i fleksibilnosti ove potrošnje, bez čega nema ni stabilizacije privrede, ni stabilnog novca. Pri tome se mora postaviti i jedno od najkrupnijih pitanja – kakav fiskalni sistem izgrađiti u funkciji veće kontrole monetarnih tokova (prelivanja) i efikasne monetarne politike (bolja koordinacija i sinhronizacija monetarne i fiskalne politike).

12. Nenamensko (i nekontrolisano) korišćenje novčanih sredstava kod niza nebankarskih finansijskih institucija, koje su se praktično pretvorile u kreditne institucije – dovođeći do velikih deformacija na kreditnom tržištu i u kamatnom sistemu.

13. Iz navedenih razloga nastala je i deformacija u odnosima proizvodno–likvidne i često konzumne upotrebe novca, što zaslužuje posebnu pažnju u našim istraživanjima.

14. Deformacije u raspodeli dohodaka, nekontrolisana (bar svesno) prelivanja novca, u potpunosti ograničavaju kvalitete i efikasnost emisionog mehanizma. Dakle, neusklađena raspodela postaje faktor nekontrolisanih novčanih tokova i neefikasne (redovno pod pritiskom i "krive za sve") monetarne politike. Stoga se nameće i pitanje istraživanja mogućih pravaca usavršavanja raspodele u funkciji veće kontrole monetarnih tokova i efikasnije monetarne politike.

15. Najčešće prisutni oblici deformacija u monetarnim tokovima, mada nisu dominantni i značajni iz aspekta monetarno–finansijskog sistema i monetarne politike (ali i stabilizacione i razvojne politike u celini), koji se često nazivaju "siva emisija", su sledeći:

- Nevraćanje ili neuredno vraćanje dospelih kredita od strane preduzeća (i drugih korisnika) poslovnim bankama,
- Korišćenje bankarskih kredita za isplate ličnih dohodaka zaposlenih, plaćanje poreza, doprinosa, kamata i dr.,
- Bankarski krediti, čak i oni zasnovani na emisiji Centralne banke su van kontrole monetarnih organa. Ako se od iskorištenih kredita preduzeća kod banaka automatski odliva novac oko 65–85% i to u centralne depozite, gotov novac u

opticaju, posebno preko plaćanja u vidu poreza i doprinosa, ličnih dohodaka i deo koji cirkuliše na deviznom tržištu), pa čak i u obaveznu rezervu banaka, očito je, radi se o novčanim tokovima van kontrole monetarne politike Centralne banke. Centralna banka ne može da "sređuje" sferu raspodele i preraspodele. Tu joj je moć potpuno ograničena. Time Centralna banka ne može da drži pod kontrolom funkciju potrošnje. Takvi nekontrolisani tokovi novca (kredita) imaju za posledicu da se prekida normalni proces kreditno–depozitne multiplikacije i stvaranje depozitnog novca od strane poslovnih banaka.

- Spekulativno zadržavanje gotovog novca (tezauracija), odnosno upotreba gotovog novca za kupovinu deviznih sredstava (i njihova tezauracija, odnosno neproduktivno korišćenje – sterilizacija, pa i odliv u inostranstvo). Time se na "crnom" deviznom tržištu stvara paralelan i odvojen novčani tok spekulativnog karaktera, a ne proizvodno–prometnog tipa,
- Korišćenje od strane banaka kredita za likvidnost i njihovo nenamensko korišćenje.
- Često i nenamensko korišćenje obavezne rezerve banaka,
- "Ulazak u crveno" poslovnih banaka, odnosno tolerisanje negativnog salda na poslovnim računima banaka, a to znači tolerisanje finansijske neravnoteže u bilansima banaka i nepridržavanje osnovnog načela bankarstva likvidnosti i solventnosti,
- Neuplaćivanje dnevnog pazara na poslovni račun kod odgovarajuće SPP, čime je prekinut proces pretvaranja gotovog u depozitni novac,
- Nelegalno zadržavanje tuđeg novca i dohotka vrlo razvijenim sistemom neplaćanja, odnosno bujanjem nekontrolisanih dužničko–poverilačkih odnosa. To je poznati problem "finansijske nediscipline", koji se "rešava" gotovo punih 45 godina, mada je to samo posledica nefunkcionisanja pravog i finansijskog sistema,
- Nekontrolisano formiranje kamata i raznih oblika dodataka na kamatu (zatezne kamate, provizije, garancije, oročavanje, upis akcija, osiguranje i sl.), što "naduvava" novčane obaveze, iskrivljuje normalne poslovne odnose i vodi odvajanju normalnih poslovnih odnosa i njihovih novčanih izraza. Ovde su deformacije izuzetno naglašene,
- Pretvaranje dela kratkoročnih kredita u trajni osnivački kapital preduzeća, a posebno banaka (davalaca kredita), čime se funkcija kratkorocnih kredita potpuno deformiše, a cena kredita indirektno izuzetno povećava (mada skrivenim oblicima),
- Isplate stare devizne štednje u dinarskoj protvvrednosti, oslonjene na kredite kod Narodne banke,
- Vrlo veliki iznos izdatih čekova bez novčanog pokrića kod banaka i Poštanske štedionice,
- Kursne razlike i njihovi monetarni efekti (ukupne, pozitivne, negativne, kursne razlike po sektorima),

- Deformacije i nekontrolisani tokovi nalaze se i unutar bankarskog sistema, posebno kada preduzeća osnivaju svoju banku, odnosno poslovne banke svoja preduzeća, te kroz brojne novčane transakcije i prelivanja dovođe do velikih nekontrolisanih novčanih tokova, uz vrlo često izbegavanje društvenih obaveza, ali i izvršavanja novčanih obaveza prema drugima.

Osnovno, ne samo teorijsko pitanje, jeste: kako staviti pod kontrolu sve kanale sive emisije novca, ili je velikim delom eliminisati, a delom uklopiti u novčanu masu. To je sve posledica neracionalnog finansijskog sistema.

Moć i dometi uticaja monetarne politike u regulisanju mase novca u opticaju značajno je ograničena postojanjem nekontrolisanih monetarnih tokova, koje ona ne može držati pod kontrolom.

Novčana masa je samo jedan deo likvidnog i platno–sposobnog potencijala u privredi i društvu koji generiše platežno–sposobnu novčanu tražnju. Surogati novca, nasuprot zvaničnom (državnom) novcu, postaju dominantni. To su kanali i tokovi kreiranja novca izvan kontrole monetarno–kreditne politike. Monetarna politika tu nema veću moć uticaja, dok centralna banka nad tim tokovima nema, efikasnu monetarnu kontrolu, a bez toga nema osmišljene i efikasne monetarne politike.

7. MONETARNA POLITIKA, DEVIZNE REZERVE I DEVIZNI KURS

Monetarna politika, videli smo, treba da osigura ostvarivanje osnovnih ciljeva makroekonomske politike: stabilnost vrednosti novca (monetarnu stabilnost), optimalni rast, uravnotežen platni bilans i optimalnu likvidnost privrede ("optimalno snabdevanje privrede potrebnom količinom novca"). Navedeni ciljevi su često međusobno suprotstavljeni, posebno u kraćem vremenskom periodu, tako da se monetarna vlast odlučuje i bira jedan od prioritetnih ciljeva.

Snabdevanje privrede potrebnom količinom novca (posebno preko primarne emisije centralne banke i poslovnih banaka) odvija se preko pet kanala, među kojima je promena deviznih rezervi jedan od tih tokova.

Naime, porast deviznih rezervi i kupovina deviza od strane centralne banke znače emisiju primarnog novca, a smanjenje deviznih rezervi preko prodaje deviza bankama, izvoznicima i plaćanja inostranstvu – znače povlačenje novca i njegovo poništavanje. Odatle i potiče poznati stav u našoj privredi da će se "emisija novca vršiti samo na osnovu deviznog pokrića".

Devizne rezerve su odraz ukupnog stanja platnog bilansa, a ne samo njegovog trgovačkog podbilansa (izvoza i uvoza roba i usluga). Porast deviznog priliva nastao većim izvozom rezultat je dva paralelna toka:

1. Odliv robnih fondova (roba i usluga) u inostranstvo – za čiju proizvodnju su u privredi ostali svi troškovi (plate, porezi i doprinosi, materijalni troškovi, kamate na kredite i dr).
2. Devizni priliv nastao na osnovu toga izvoza i dopunska emisija novca na osnovu prodaje deviza centralnoj banci.

Ova dva robno–novčana toka imaju direktno suprotne efekte, ali i niz sekundarnih efekata.

Smanjenje ponude robnih fondova na domaćem tržištu ostvareno izvozom, praćeno je istovremenim porastom emisije novca u privredi preko bankarskog sistema, emisija u osnovi pokriva troškove nastale u proizvodnji robe. U slučaju nabujalih troškova tada monetarna emisija "pokriva" troškovnu inflaciju, uz ugrađenu neravnotežu na domaćem tržištu. Ako devizni kurs uz to i devalvira, tada udar troškova skupljeg uvoza i na toj osnovi nastala emisija novca samo podstiče inflaciju i neravnotežu na domaćem tržištu. Domaća proizvodnja i robno–novčani tokovi suprotnog su kretanja od emisije novca (i novčane mase). Proces uravnotežavanja ovde je vrlo teško postići, jer radi se u "ugrađenoj neravnoteži".

Uvoz roba, koje prati izvoz, može da poboljša odnose na domaćem tržištu, ali ostaje neravnoteža strakturnog karaktera, koju monetarna politika ne može otkloniti. Istovremeno dohodak i novac se prelivaju iz uvoznih u izvozne grane, što pojačava neravnotežu na tržištu. To se posebno oseća nakon promene deviznog kursa (devalvacije).

Promena deviznih rezervi, odnosno "potpuno devizno pokriće za emisiju novca" suprotna je koncepcija od "optimalnog snabdevanja privrede potrebnom količinom novca". Ukoliko je uvoz permanentno veći od izvoza, dakle kada se povećava trgovinski deficit, tada zbog slabijenja deviznih rezervi (koje se tope) morala bi da se vodi permanentno restriktivna monetarna politika i povlačenje novca iz privrede. Nelikvidnost preduzeća i banaka bila bi stalni problem.[586]

Devizne rezerve mogu biti formirane u konvertibilnim, transferablinim i klirinškim sredstvima plaćanja. Uglavnom se odnose na efektivni strani novac, međunarodne hartije od vrednosti i do nedavno monetarno zlato.[587]

Uvoz i izvoz se odvijaju kako sa zemljama sa konvertibilnim valutama (i plaćanjima), tako i područjima sa klirinškirn plaćanjima. Emisija novca na bazi "deviznog pokrića" uglavnom se odnosi na konvertibilna sredstva plaćanja, bez hartija od vrednosti, što još više umanjuje značaj i kvalitet ovog kanala emisije novca i vođenja optimalne novčane mase formirane na ovoj osnovi.

---

[586] Ova spoznaja naterala je i našu Centralnu banku da već u samom početku primene „Programa monetarne rekonslrukcije i ekonomskog oporavka" (januar 1994), vrlo brzo odstupi od ove koncepcije, uključujući uz „devizno pokriće" i realni rast proizvodnje. No, i to je koncepcija kvantitativnih ograničenja u monetarnoj regulaciji i ne može dati odgovarajuće rezultate u svim napred navedenim uslovima koji se žele ostvariti monetarnom politikom.

[587] Demonetizacija zlata izvršena je 1976. godine odlukama Skupštine MMF.

Ukoliko bi se devizne rezerve povećale dobravanjern kredita u inostranstvu i unosom deviza u zemlju (zbog jačanja deviznih rezervi) tada se emisija novca vrši bez neposredne veze sa robnim fondovima u privredi, čime bi se snažno inflatorno delovalo dodatnom emisijom novca. Odobravanje kredita u inostranstvu za komercijalni uvoz (robni krediti) ima stabilizacioni efekat. No, tada je moguće paralelno otvoriti kanal kreditiranja uvoza, jer dolazi do paralelnog povećanja robnih fondova (uvozom) i kreiranja domaće novčane tražnje. Istina i ovde ostaje problem strukturnog prilagođavanja i paralelnog kretanja procesa stvaranja novca i pojave robnih fondova na domaćem trži.štu, ali i održavanja dugoročne ravnoteže robnih fondova iz uvoza i kreirane domaće novčane tražnje.

Održavanje usklađenih odnosa u kretanju izvoza i uvoza, kako po strukturi, tako i po vremenskoj dinamici i efikasnijem usklađivanju (uz efikasnu selektivnu monetarnu politiku) može se ostvariti direktnim kreditiranjem izvoza i uvoza roba i usluga. Selekcija namena, izbor prioriteta, regiona izvoza i uvoza, stimulativni ili destimulativni instrumenti monetarnog regulisanja (kamata, visina reeskonta, rokovi vraćanja kredita i dr.) dolaze do posebnog izražaja. Izvozni krediti u razvijenim privredama su izuzetno razvijeni i postali snažna poluga razvoja.[588]

Monetarna politika i devizni kurs su samo indirektno povezani. Naime, smatra se da oskudica novca i restriktivna monetarna politika smanjuju efektivnu novčanu tražnju na tržištu, a nedostatak viškova novca sprečava njihov odliv i pritisak tražnje na deviznom tržištu, uz porast kurseva stranih valuta. Ovakav stav ima osnovanost pod nekim pretpostavkama:

Višak neuposlenog novca (visoka likvidnost privrede i banaka) ne može se profltabilnije uložiti u drage svrhe (investicije, ulaganja u hartije od vrednosti i sl.) u odnosu na ulaganja u devize.

Slabe devizne rezerve i pritisak potreba za plaćanje potrebnog uvoza vođe stalnom pritisku tražnje deviza, posebno preko banaka, što podiže devizni kurs stranih valuta ("štkovani" kurs).[589] Kurs domaćeg novca slabi, što ga brzo uvodi u zonu precenjenog kursa. Ako je to praćeno i istovremenim bržim rastom cena ili inflacije u zemlji u odnosu na inostranstvo, nižom produktivnošću rada, nekonkurentnošću, pritisku troškova i slabom dinamikom proizvodnje, tada je uz sve veće slabljenje deviznilh rezervi nužno provesti devalvaciju nacionalne valute.

Monetarna politika nakon izvršene devalvacije i pritiska sada skupljeg uvoza, odnosno pritiska uvozne inflacije "mora" da se tome prilagođava sa novom dodatnom emisijom novca. Stoga, nakon devalvacije često usledi nagli rast cena.

---

[588] Videti šire u knjizi: Dr S. Komazec, dr J. Kovač, dr Ž. Ristić, Međunarodni finansijski menadžment, Beograd, 1996.

[589] Sektor stanovništva u Jugoslaviji zbog izostanka slobodnih viškova novca (dohodaka), a!i i potpuno razorene dinarske štednje kod banaka (kao potencijalne rezcrve za konverziju u devizna sredstva) nije u poziciji da podigne devizni kurs stranih sredstava plaćanja, posebno dugoročno. To su u stanju da čine poslovne banke, posebno zbog brojnih nekontrolisanih novčanih tokova.

GLAVA ŠESTA

INSTRUMENTI MONETARNE POLITIKE

1. KVANTITATIVNI I KVALITATIVNI INSTRUMENTI MONETARNO–KREDITNE POLITIKE

Da bi monetarno–kreditna politika u svojoj osnovnoj funkciji regulisanja potrebne količine novca u privredi bila maksimalno efikasna, u granicama svog dometa, kako u pogledu monetarne i ekonomske stabilnosti, tako i u pogledu stope rasta, potrebno je da raspolaže određenim instrumentima svog delovanja.[590]

Raspolaganje određenim efikasnim instrumentima pretpostavka je osiguranja realizacije određenih kvantifikovanih ciljeva koji se u određenom periodu postavljaju pred kreditno–monetarnu politiku. Pod instrumentima monetarno–kreditne politike podrazumevaju se sredstva i metode koje centralna banka primenjuje da bi održavala masu i strukturu novca i kredita na optimalnom nivou. U postavljaju i delovanju instrumenata kreditno–monetarne politike presudnu ulogu imaju institucionalni uslovi delovanja bankarskog i finansijskog sistema u određenoj zemlji, kao i postojanje jednobankarskog ili višebankarskog sistema.

U decentralizovanom bankarsko–kreditnom sistemu kreditno–monetarna politika se sprovodi preko određenih instrumenata kojim ona reguliše kreditni potencijal i politiku plasmana poslovnih banaka. Smisao monetarno–kreditne politike je upravo u tome da se preko regulisanja primarne emisije deluje na ponašanje celokupnog bankarskog sistema. Regulisanjem kreditnog potencijala poslovnih banaka zapravo se vrši indirektno regulisanje monetarne politike svih poslovnih banaka. Instrumenti monetarne politike mogu se podeliti na dve grupe:

- Kvantitativni instrumenti,
- Kvalitativni (selektivni) instrumenti.

Kvantitativni instrumenti monetarne politike treba da deluju samo globalno u celoj privredi, dok kvalitativni instrumenti treba da deluju selektivno u pogledu vrste kredita, korisnika, namena, načina korišćenja rokova, kamate i sl.

Osnovni oblici kvantitativnih instrumenata u monetarnoj teoriji i politici su sledeći:

- Politika obaveznih rezervi,[591]
- Politika eksontne i opšte kamatne stope, i
- Politika otvorenog tržišta.

---

[590] Dr S, Komazec, Monetarna 1 finansijska ekonomija, NIŠRO „Štampa" – Šibenik, 1988.
[591] Isto, str.2l6.

Osnovni oblici kvalitativnih ili selektivnih instrumenata monetarne politike su:

- Regulisanje kredita centralne banke poslovnim bankama,
- Regulisanje uslova kredita,
- Selektivna kreditna politika.

Osnovno pitanje koje se ovde postavlja jeste: da li centralna banka kod nas treba da uz kvantitativnu monetarnu politiku (regulisanje kreditnog potencijala poslovnih banaka i njihove globalne emisije) treba da sprovodi i kvalitativnu monetarno–kreditnu politiku (regulisanje strukture kredita, oblika plasmana, usmeravanja u određene namene, selektivno delovanje i sl.).[592]

U našem kreditnom sistemu centralna banka sprovodi kako kvalitativnu tako i kvantitativnu monetarno–kreditnu politiku, ali uz sve veću samostalnost, poslovnih banaka u tome.

U daljim izlaganjima poći ćemo od pretpostavke institucionalnih uslova koji postoje u našem bankarskom i kreditnom sistemu.

Instrumenti monetarno–kreditne politike, koji se primenjuju kod nas, mogu se podeliti u četiri grupe:

- Regulisanje kreditnog potencijala poslovnih banaka od strane centralne banke (regulisanje stope obavezne rezerve, regulisanje stope rezerve likvidnosti, regulisanje kredita Narodne banke poslovnim bankama),
- Regulisanje visine kamatne stope, posebno povećanje ili smanjenje eskontne stope centralne banke,
- Regulisanje uslova kreditiranja ili selektivna kreditna politika,
- Međubankarski sporazumi,
- Politika "otvorenog tržišta".[593]

2. OBAVEZNA REZERVA BANAKA KAO INSTRUMENT MONETARNE POLITIKE

A) Obavezna rezerva se javlja u našem kreditnom i bankarskom sistemu tek napuštanjem jednobankarskog sistema (u kojem ovaj instrument ne može da deluje), odnosno prelaskom na višebankarski sistem 1956. godine.[594] Radi se o novom instrumentu monetarne politike, u odnosu na ostale tradicionalne instru-

[592] Dr S. Komazec. dr Ž. Ristić, Monetarna i fiskalna strategija. izd. GLAS, Beograd. 1993.
[593] Ibidem.
[594] Nefunkcionalnost obavezne rezerve kao instrumenta monetarne polilike u centralizovanom bankarskom sistemu proizlazi iz činjenice da postoji centralizovani sistem depozita (dirigovani novčani opticaj), čime prestaje i osnova za njeno delovanje.

mente, uvedenom prvi put u SAD 1927. godine,[595] ali uz njeno stalno širenje i, danas, opštu upotrebu u gotovo svim zemljama.

Suština ovog instrumenta sastoji se u tome da svaka poslovna banka mora držati određeni deo depozita po viđenju na posebnom računu obavezne rezerve kod centralne banke. Pošto se izdvajanja vrše u određenom postotku, u odnosu prema tim depozitima po viđenju, stopa obavezne rezerve je funkcija navedenih depozita. Ova sredstva se ne mogu koristiti za kreditno poslovanje ovih banaka.

Obavezna rezerva može dvostruko delovati u pogledu korištenja izdvojenih sredstava kod centralne banke:

- Kao instrument regulisanja kreditnog potencijala poslovnih banaka, kada se sredstva potpuno isključuju iz potencijala banaka, i
- Kao instrument za održavanje dnevne likvidnosti poslovnih banaka, kada poslovne banke mogu plasirati deo sredstava svog potencijala koji bi inače čuvale za održavanje tekuće likvidnosti.

Zbog toga je obavezna rezerva u rukama centralne banke, kao instrument monetarnog regulisanja, uz regulisanje količine novca u opticaju, postala i instrument kontrole likvidnosti i kreditnog potencijala banaka.

Ako se ocenjuje da je u datom periodu potrebna restriktivna kreditno–monetarna politika i ograničavanje kreditnog potencijala banaka, provodi se povećanje stope obavezne rezerve, što dovdi do imobilizacije dela potencijala poslovnih banaka. Prema tome, ako u privredi vladaju inflacione tendencije realno je očekivati ograničavanje (kontrakciju) novca i kredita u privredi uz smanjenje kreditnog volumena banaka, što se provodi povećanjem stope obavezne rezerve. Potpuno je suprotna situacija kada u privredi vlada deflacija, odnosno depresivne tendencije, koje treba otklanjati ekspanzijom novca i kredita. Tada se pristupa smanjenju stope obavezne rezerve.

Porast, odnosno smanjenje stope obavezne rezerve kao instrumenta kreditnog regulisanja (manipulisanje stopom obavezne rezerve), dobilo je izraziti karakter instrumenta anticiklične monetarno–kreditine politike.

Operacijama povećanja ili sniženja stope obavezne rezerve centralna banka može snažno delovati na kreditni potencijal poslovnih banaka, a time i novčanu masu u privredi. S drage strane, institucija obavezne rezerve značajno ograničava proces kreditne multiplikacije i stvaranje kredita i depozita u procesu multiplikacija od strane sistema poslovnih banaka.

Mnogi smatraju da je delovanje obavezne rezerve znatno jače u ograničavanju "nevidljivog" procesa kreiranja depozitnog novca, u procesu kreditne multiplikacije, od "vidijive" strane, putem imoblizacije depozita banaka.

[595] Obavezna rezerva je prvi put uvedena 1927. u SAD s ciljem da se neutralizuje monetarni efekat velikog priliva zlata iz Evrope. Tek posk ekonomske krize 1933. ovaj instrument se koristi fleksibilnije kao snažno sredstvo regulisanja potencijala banaka i mase novca i kredita u privredi.

Stopa obavezne rezerve je zakonom maksimalno određena do 30%, s pravom centralne banke da to te granice operativno menja stopu – u zavisnosti od ciljeva monetarno–kreditne politike.

Stopa obavezne rezerve može se odrediti diferencirano, prema vrsti depozita. Tako na depozite po viđenju može biti viša (zbog ograničavanja procesa monetarno–kreditne multiplikacije), a na dugoročna sredstva – niža (zbog njenog manjeg neposrednog delovanja na investicije u privredi).[596]

Obaveznom rezervom se "zahvata" oko 50% dobijenih kredita centralne banke. Tako centralna banka jednom rukom daje, a drugom uzima sredstva banaka, ali pod različitim kamatama (plaća nižu kamatu od kamate koje banke daju na depozite).

Masa izdvojenih sredstava obavezne rezerve stalno se menja, i pri istoj stopi obavezne rezerve, što je uslovljeno promenama depozita koji čine osnovu za obračun obavezne rezerve. To je jedan od elemenata veće efikasnosti ovog instrumenta.

Obavezna rezerva banaka, kao globalan kvantitativan instrument monetarnog regulisanja, ima nekoliko, čisto "sporednih" delovanja:

1. Odraz na strukturu izvora sredstava u kreditnom potencijalu banaka (oduzimanje depozita banaka i "dodavanje" kredita iz primarne emisije),
2. Stavljanje u veću ili manju zavisnost poslovne banke od centralne banke,
3. Različito regionalno delovanje,
4. Redistribuciono delovanje (oduzimanje od banaka s jačom depozitnom osnovom i "davanje", preko kredita, drugim poslovnim bankama),
5. Dolazi do prelivanja dohotka između poslovnih i centralne banke preko razlike na kamati na obaveznu rezervu i na dobijene kredite od centralne banke.

Instrument obavezne rezerve banaka je dosta efikasan i najčešće koristan instrument monetarnog regulisanja, mada ima i određenih slabosti. Ove slabosti se ogledaju, uglavnom u sledećem:

1. Stopa obavezne rezerve je previsoka, znatno viša u odnosu na druge zemlje, što vodi velikoj imobilizaciji depozita bankaka i sve većoj njihovoj zavisnosti od kredita centralne banke. Visoka stopa obavezne rezerve smanjuje kreditnu sposobnost banaka, dovođeći do velikog prelivanja sredstava iz poslovnih u centralnu banku,
2. Na izdvojena sredstva obaveznih rezervi poslovne banke nisu dobijale kamatu, ali su plaćale kamatu na kredite dbbijene od centralne banke. To se moralo odraziti na cenu kredita i kapitala poslovnih banaka.[597]

---

[596] Politika obavezne rezerve u razvijenim zemljama obično se provodi diferencirano, tako da su više stope na depozite po viđenju, a znatno niže na oročene i druge dugoročne depozite. Time obavezna rezerva postaje dosta fieksibilan instrument monetarne politike u regulisanju kreditnog potencijaia banaka, ali i regulisanja mase novca i kredita u privredi.

[597] Prema odluci Saveta guvernera od 10. 05. 1973. na izdvojena sredstva obavezne rezerve poslovnih banaka plaća se kamata po stopi od 2%. Odluka je stupila na snagu 24.05.1973. god. (Vidi: Jugoslovensko bankarstvo, br. 6, 1973., str. 63). Od 1977. kamata na izdvojena sredstva obavezne rezerve iznosi 3%, dok na blagajničke zapise iznosi 6%, a na sredstva rezerve likvidnosti 8%.

3. Banke koje imaju najveći deo depozita u svom kreditnom potencijalu znatno više su pogođene u odnosu na banke koje imaju kredite kod Narodne banke na koje se ne izdvaja obavezna rezerva,

4. Neelastičnost stope obavezne rezerve i njeno zadržavanje ("ukočenost") na najvećoj dozvoljenoj visini, dok su češće oscilacije i manje izmene redovno bile posledica pokušaja centralne banke da ovaj instrument učini efikasnijim i elastičnijim. S druge strane dugo se koristila jedinstvena stopa koja se obično nalazila na maksimalnom nivou, a ne diferencirana stopa (za različite depozite).To su i najveći prigovori poslovnih banaka Narodnoj banci i ovom instrumentu monetarnog regulisanja.

5. Nesinhronizovane operacije obaveznom rezervom i promene eskontne i uopšte kamatne stope[598] na bankarske kredite,

6. Decentralizacijom novca i akumulacije uz sve veće učešće sektora organizacija udruženog rada u potencijalu banaka (jačanjem depozitne banke) nastaje sve veće zahvatanje mase sredstava obaveznom rezervom, mada se stopa obavezne rezerve može pri tome i snižavati.Iz strukture osnovice za obračun obavezne rezerve vidljivo je da su te najvećim delom sredstva sektora privrede, koja se na ovaj način zahvataju i prelivaju iz privrede u nadgrađnju, makar i indirektno. Na depozite sektora privrede otpada gotovo 62–68% svih depozita zahvaćenih obaveznom rezervom banaka.

7. Obavezna rezerva, mada linearno deluje, u suštini vrlo različito pogađa svaku poslovnu banku. Ovo se posebno ispoljava kod banaka koje imaju visoka dinarska i devizna sredstva stanovništva, koja su potpuno izvan domašaja delovanja ovog instrumenta.

Obavezna rezerva znači i preraspodelu sredstava koja se ostvaruje "oduzimanjem i davanjem" (jednom rukom se uzima, drugom daje), ali pod nejednakim uslovima i pod nejednakim regionalnim delovanjem.

U našem privrednom i novčanom sistemu postavlja se zahtev za stalno snižavanje stope obavezne rezerve, pa konačno i za njeno ukidanje kao instrumenta monetarnog regulisanja.[599] Nasuprot tome centralna banka često ističe da je "bitno osiromašen repertoar instrumenata monetarnog regulisanja... odnosno mera kojim se uspešno može regulisati količina novca u opticaju".

Obaveznu rezervu treba smanjiti. Jer, ni pod pretpostavkom ukidanja stope obavezne rezerve nema opasnosti od beskonačne kreditno–monetarne multiplikacije, na što se mnogi autori osvrću kao realnu opasnost, jer, postoji bar 6–7 kontrafaktora s jakim delovanjem koji će taj proces onemogućiti. Multiplikator će

[598] Izuzev 1967. i 1968. godine (usp. dr S. Komazec: Novac, kredit i kamata..., str. 350).

[599] Stavovi koji se suprotstavljaju ukidanju rezerve polaze od toga da bi time „nastao proces beskonačne monetarno–kreditne muitiplikacije" kod nas. Međulim, zbog delovanja niza drugih kontrafaktora (odliv u gotov novac, nema automatizma prelivanja od jedne do druge banke, delovanje rezerve likvidnosti, banke ne koriste u potpunosti svoj potencijal, ne postoji automatizam u odobravanju kredita, vremenski je to dug proces i dr.), što znači da se, osim teorijski, ne postavlja i praktično problem bcskonačne multiplikacije novca i kredita.

biti viši. Tako je u 1995. neto kreditni multiplikator iznosio 1,6; bruto kreditni multiplikator 2,6; multiplikator bruto emisije oko 2, a teorijski za naše uslove 2,2.

Prema nekim stavovima „pri vrlo niskim stopama obaveznih rezervi, monetarni sistem postaje potencijalno nestabilniji i potrebna je znatno kvalitetnija centralna banka, jer se svaka greška u kreiranju primarnog novca multiplicira sa većim faktorom".[600]

Postoji mogućnost da se već sada brže pristupi smanjenju osnovice obavezne rezerve za iznos reeskonta vrednosnih papira, uz smanjenje stope obavezne rezerve na 10–12%, kao i njihovo korišćenje za određene razvojne izabrane selektivne namene (ali ne i za kreditiranje države). Sistem indirektnog, "negativnog" globalnog regulisanja novčanog opticaja za sada potpuno dominira, dok stimulativni (selektivni krediti neposredno dati privredi sada izostaju).

U našem kreditnom i bankarskom sistemu sve ozbiljnije se pristupa istraživanju mogućnosti širih izmena u sistemu monetarnog regulisanja. Regulacioni mehanizam novca i kredita prenosi se postepeno na instrumente koji proističu iz proizvodno–prometnih kanala privrede, a ne globalnim i nedovoljno selektivnim instrumentima monetarnog regulisanja, kao što je slučaj s obaveznom rezervom.

B) Instrumentom obavezne rezerve može se delovati na tri načina:

Da se menja stopa obavezne rezerve pri datoj osnovici sredstava banaka na koja se primenjuju;

Da se zadržava postojeća stopa obavezne rezerve, ali da se proširuje krug sredstava koja ulaze u osnovicu za obračun obavezne rezerve u pravcu širenja ili sužavanja osnovice;

Da se istovremeno menja i stopa obavezne rezerve i osnovica za obračun. Čest je slučaj da se menja stopa, odnosno osnovica (visina) sredstava, naravno autonomnom aktivnošću privrede i banaka.[601]

Ako se radi o kratkoročnoj monetarnoj politici, s željom za brzim efektima, obično se pristupa promeni stope obavezne rezerve, a ako se radi o dugoročnoj monetarnoj politici – pristupa se izmeni osnove za obračun.

Tako je u našoj zemlji 1995. ukinuta obavezna rezerva, a zatim u toku 1996. ponovo uvedena, najpre u visini od 10% na sva kratkoročna sredstva (bez obzira na kvalitet sredstava i ročnost), a zatim povećana na 15%.

Osnovica za obračun obavezne rezerve je nekvalitetno određena, što je naišlo na burne negativne reakcije poslovnog bankarstva.

U osnovu za obračun obavezne rezerve uključena su sledeća sredstva banaka: depoziti po viđenju, depoziti oročeni do tri meseca, sredstva prikupljena izdavanjem hartije od vrednosti do tri meseca, krediti dobijeni od pravnih lica i građana sa rokom do tri meseca, kao i navedena sredstva oročena i dobijena na tri i više meseci i "visina minusa na žiro računima banaka.

1) Da se u osnovu uzmu samo transakcioni depoziti (depoziti po viđenju) i

---

[600] Dr M. Ćirović: Monetarno–kreditni sistem, Savremena administracija, Beograd, 1976.. str. 304.

[601] Centrala banka je ponovo reaktivirala instrument obavezne rezerve, jer je shvatila da je bez ograničavajućeg delovanja obavczne rezerve proces multiplikacije kredita i depozita omogućio bankama gotovo nekontrolisano kreiranja kredita.

2) Da se u osnovicu uključe, uz transakcione depozite i oročeni depoziti i štednja kod banaka.

Prvi koncept je zasnovan na tezi da centralna banka treba da reguliše samo kratkoročni kreditni potencijal banaka, a to se efikasno može provesti preko regulacije kratkoročnih kredita banaka (a time i novčane mase koju oni visoko determinišu). Drugi koncept polazi od stava da postoji tok prelivanja iz jednog u drugi oblik sredstava, da je teško odvojiti kratkoročne depozite od investicionih i, konačno, da monetarna politika može i treba da reguliše i investicioni deo potencijala banaka, jer se preko njega stvara dodatna kupovna snaga na tržištu. S druge strane, politika obavezne rezerve je efikasnija, ako je ova osnovica šira i obračunom obuvhaćeni kreditni potencijal veći.

Krediti centralne banke sve više prelaze masu izdvojenih sredstava obaveznom rezervom u našem bankarskom sistemu, što znači da dolazi do bržeg rasta zaduženosti banaka kod centralne banke i sve veće zavisnosti kreditne politike od primarne emisije. U pogledu strukture stopa obavezne rezerve po pojedinim oblicima sredstava, vidljivo je da preko 86% obavezne rezerve otpada na depozite po viđenju. Sada je stopa obavezne rezerve banaka 15% depozita.

Dugoročna sredstva na duži rok pokazuju tendenciju bržeg rasta od kratkoročnih, čime i prosečna stopa na ukupne depozite pokazuje dugoročno tendenciju stalnog snižavanja.[602]

Stalna je tendencija velikog raspona u stopama obavezne rezerve na dugoročne (niža), u odnosu prema kratkoročnim depozitima (više), pa je i efikasnost monetarne politike preko ovog instrumenta ograničena. Ako centralna banka, povećanjem stope obavezne rezerve na kratkoročne sredstva pokuša ograničiti likvidni potencijal banaka, odnosno pokuša dovesti do prelivanja dohodnog u transakcioni novac (uz ograničavanje finalne tražnje, i, posebno investicija), ostaće bez rezultata – zbog rasta međusobnih kredita u privredi. To znači da centralna banka može dovesti i na sektor investicija i potrošnje, ako je u osnovu za obračun obavezne rezerve uključen i deo investicionog potencijala banaka (dohodni novac).

Danas se polazi od stava da centralna banka treba da reguliše samo kratkoročni kreditni potencijal banaka, jer bi ograničavanje investicionog kreditnog potencijala banaka moralo dovesti do velikih efekata na planu visine kamatne stope na štednju i kredite stanovništvu i privredi.

Međutim, danas, u skladu s koncepcijom "aktivnog novca", monetarnom politikom se nastoji, videli smo, regulisati tražnja, investicije, platno–bilansna situacija i sl., tako da kada treba regulisati nepovoljna kretanja privrede i neutralizovati inflacione tendencije i visinu tražnje – javlja se potreba uključivanja i dohodnih depozita u obračun obavezne rezerve, mada postoje i vrlo značajna indirektna delovanja politike novca na investicije, potrošnju i privredni ciklus.

[602] Visok porast kratkoročnih kredita centralne banke poslovnim bankama u 1994. godini rezultira iz odebrenih kredita banaka po osnovu dinarske protivrednosti položenih sredstava devizne štednje stanovništva radi zaštite od kursnog rizika.

GLAVA SEDMA

POSLOVNO BANKARSTVO

1. ZAKON O BANKAMA[603]

Ovim zakonom uređuju se osnivanje, poslovanje i organizacija banaka, način upravljanja bankama, kao i kontrola i prestanak rada banaka. Banka je akcionarsko društvo sa sedištem u Republici Srbiji, koje ima dozvolu za rad Narodne banke Srbije i obavlja depozitne i kreditne poslove, a može obavljati i druge poslove u skladu sa zakonom. Strana banka je pravno lice sa sedištem van Republike Srbije koje je, u skladu sa propisima države porekla, osnovano i u registar nadležnog organa te države upisano kao banka, koje poseduje dozvolu za rad regulatornog tela te države i koje obavlja depozitne i kreditne poslove. Filijala je organizacioni deo banke, bez statusa pravnog lica, koji obavlja poslove koje može obavljati banka u skladu sa ovim zakonom.

Predstavništvo je organizacioni deo banke u inostranstvu ili strane banke u Republici Srbiji, bez statusa pravnog lica, koji ne obavlja poslove koje može obavljati banka, već poslove istraživanja tržišta, i koji predstavlja banku, odnosno stranu banku čiji je deo. Regulatorno telo je nacionalno telo države koje je propisima te države ovlašćeno da daje i oduzima dozvole za rad licima u finansijskom sektoru ili vrši kontrolu ovih lica, odnosno nadzor nad tim licima. Država porekla je država u kojoj su strana banka ili drugo lice u finansijskom sektoru osnovani i u kojoj su dobili dozvolu za rad. Depozit ima značenje utvrđeno u zakonu kojim se uređuje osiguranje depozita.Kredit ima značenje utvrđeno u zakonu kojim se uređuju obligacioni odnosi.

Lice u finansijskom sektoru je banka, društvo za osiguranje, pokrovitelj emisije hartija od vrednosti, društvo za upravljanje investicionim i dobrovoljnim penzijskim fondovima, brokersko–dilersko društvo, privredno društvo koje obavlja poslove finansijskog lizinga, kao i drugo pravno lice koje se pretežno bavi finansijskom delatnošću u zemlji ili inostranstvu. Indirektno vlasništvo označava mogućnost lica koje nema direktno vlasništvo u pravnom licu da efektivno ostvari vlasnička prava u tom licu koristeći vlasništvo koje drugo lice direktno ima u tom pravnom licu.Učešće označava kvalifikovano, znatno i kontrolno učešće. Kvalifikovano učešće postoji kada jedno lice ima:

1. direktno ili indirektno pravo ili mogućnost da ostvari najmanje 5% glasačkih prava u pravnom licu, odnosno direktno ili indirektno vlasništvo nad najmanje 5% kapitala tog pravnog lica, ili

[603] Službeni glasnik RS, Broj 107 od 2.12. 2005. god.

2. mogućnost efektivnog vršenja uticaja na upravljanje pravnim licem ili na poslovnu politiku tog lica.

Znatno učešće postoji kada jedno lice ima:

1. direktno ili indirektno pravo ili mogućnost da ostvari najmanje 20% glasačkih prava u pravnom licu, odnosno direktno ili indirektno vlasništvo nad najmanje 20% kapitala tog pravnog lica, ili
2. mogućnost efektivnog vršenja znatnog uticaja na upravljanje pravnim licem ili na poslovnu politiku tog lica.

Kontrolno učešće postoji kada jedno lice ima:

1. direktno ili indirektno pravo ili mogućnost da ostvari najmanje 50% glasačkih prava u pravnom licu, odnosno direktno ili indirektno vlasništvo nad najmanje 50% kapitala tog pravnog lica, ili
2. mogućnost izbora najmanje polovine članova upravnog odbora ili drugog organa rukovođenja i upravljanja tog pravnog lica, ili
3. mogućnost efektivnog vršenja dominantnog uticaja na upravljanje pravnim licem ili na poslovnu politiku tog lica.

Matično društvo pravnog lica je društvo koje u tom licu ima kontrolno učešće. Zavisno društvo pravnog lica je društvo u kome to lice ima kontrolno učešće. Pridruženo društvo pravnog lica je društvo u kome to lice ima znatno učešće. Podređeno društvo pravnog lica je zavisno ili pridruženo društvo tog lica. Grupa društava je grupa koju čine najviše matično društvo pravnog lica, njegova podređena društva i pridružena društva zavisnih društava pravnog lica. Najviše matično društvo grupe društava je pravno lice u kome nijedno drugo pravno lice nema kontrolno učešće. Bankarska grupa je grupa društava koju čine isključivo lica u finansijskom sektoru i u kojoj najmanje jedna banka ima svojstvo najvišeg matičnog društva ili svojstvo zavisnog društva. Bankarski holding je najviše matično društvo u bankarskoj grupi koje nije banka. Ako se najviše matično društvo ne može pouzdano utvrđiti, utvrđuje ga Narodna banka Srbije. Povezana lica su lica koja ispunjavaju najmanje jedan od sledećih uslova:

1. da su dva ili više pravnih ili fizičkih lica povezana tako da jedno od njih ima učešće u drugom pravnom licu;

2. da su dva ili više pravnih ili fizičkih lica među kojima ne postoji odnos iz tačke 1) ovog stava povezana tako da postoji mogućnost da se usled pogoršanja ili poboljšanja finansijskog položaja jednog lica pogorša ili poboljša finansijski položaj drugog ili drugih lica a Narodna banka Srbije proceni da postoji i mogućnost prenosa gubitka, dobiti ili kreditne sposobnosti;

3. da su pravno i fizičko lice povezani tako da je fizičko lice punomoćnik pravnog lica;

4. da su dva ili više pravnih i fizičkih lica povezana tako da je fizičko lice član upravnog ili izvršnog odbora ili drugog organa upravljanja drugog ili drugih pravnih lica;

5. da su dva ili više pravnih i fizičkih lica povezana tako da su članovi porodice fizičkog lica članovi upravnog ili izvršnog odbora ili drugog organa upravljanja drugog ili drugih pravnih lica;

6. da su članovi porodice fizičkih lica koja su članovi upravnog ili izvršnog odbora ili drugog organa upravljanja ili lica s posebnim ovlašćenjima i odgovornostima jednog pravnog lica istovremeno članovi upravnog ili izvršnog odbora ili drugog organa upravljanja ili lica s posebnim ovlašćenjima i odgovornostima drugog ili drugih pravnih lica.

Lica povezana s bankom su:

1. članovi bankarske grupe u kojoj je banka;
2. članovi upravnog i izvršnog odbora banke, članovi organa upravljanja i rukovođenja člana bankarske grupe u kojoj je banka, zaposleni u banci, kao i članovi porodice ovih lica;
3. lica sa učešćem u banci i u licima koja su članovi bankarske grupe u kojoj je banka, kao i članovi porodice ovih lica;
4. pravna lica u kojima lica iz tač. 2) i 3) ovog stava imaju kontrolno učešće.

Članovi porodice imaju značenje utvrđeno u zakonu kojim se uređuju privredna društva. Potkapitalizovana banka je banka čiji je pokazatelj adekvatnosti kapitala niži od propisanog, odnosno čiji je kapital niži od propisanog, ali koja nije znatno potkapitalizovana banka.Znatno potkapitalizovana banka je banka čiji je pokazatelj adekvatnosti kapitala za trećinu ili više niži od propisanog, odnosno čiji je kapital za trećinu ili više niži od propisanog, ali koja nije kritično potkapitalizovana banka. Kritično potkapitalizovana banka je banka čiji je pokazatelj adekvatnosti kapitala za polovinu ili više niži od propisanog, odnosno čiji je kapital za polovinu ili više niži od propisanog. Banka može, u skladu sa zakonom, obavljati sledeće poslove:

1. depozitne poslove (primanje i polaganje depozita);
2. kreditne poslove (davanje i uzimanje kredita);
3. devizne, devizno–valutne i menjačke poslove;
4. poslove platnog prometa;
5. izdavanje platnih kartica;
6. poslove s hartijama od vrednosti (izdavanje hartija od vrednosti, poslovi kastodi banke i dr.);
7. brokersko–dilerske poslove;
8. izdavanje garancija, avala i drugih oblika jemstva (garancijski posao);
9. kupovinu, prodaju i naplatu potraživanja (faktoring, forfeting i dr.);
10. poslove zastupanja u osiguranju;
11. poslove za koje je ovlašćena zakonom;
12. druge poslove čija je priroda srodna ili povezana s poslovima iz tač. 1) do 11) ovog stava a u skladu sa osnivačkim aktom i statutom banke.

Niko osim banke ne može se baviti primanjem depozita. Niko osim banke ne može se baviti davanjem kredita i izdavanjem platnih kartica, osim ako je za to ovlašćen zakonom.

1.1. Osnivanje banke

Banka se osniva kao akcionarsko društvo. Banku mogu osnovati domaća i strana pravna i fizička lica (osnivači banke). Osnivači banke obezbeđuju sredstva za osnivački kapital banke. Sredstva mogu biti u novčanom i nenovčanom obliku (stvari i prava koji su u funkciji poslovanja banke). Novčani deo osnivačkog kapitala banke ne može biti manji od 10.000.000 evra u dinarskoj protivvrednosti, prema zvaničnom srednjem kursu na dan uplate. Osnivači banke ne mogu povlačiti sredstva uložena u osnivački kapital banke. Na procenu uloga u stvarima i pravima koji su u funkciji poslovanja banke primenjuju se odredbe zakona kojim se uređuju privredna društva koje se odnose na akcionarsko društvo. Osnivački akt banke sadrži:

1. poslovno ime i sedište pravnog lica osnivača banke, odnosno ime i prebivalište fizičkog lica osnivača banke;
2. poslovno ime i sedište banke;
3. iznos ukupnog osnivačkog kapitala banke u novčanom i nenovčanom obliku, kao i udeo svakog osnivača u tom kapitalu;
4. rok do kog su osnivači banke dužni da uplate novčana sredstva, odnosno da nenovčana sredstva prenesu u osnivački kapital banke;
5. prava, obaveze i odgovornosti osnivača banke;
6. broj akcija banke i njihovu nominalnu vrednost kod prvog izdavanja, vrste i klase akcija koje je banka ovlašćena da izda, kao i prava iz akcija svake klase;
7. poslove koje banka obavlja;
8. način pokrića gubitka banke;
9. način rešavanja sporova među osnivačima banke;
10. prava osnivača banke u slučaju statusnih promena banke;
11. ukupni ili procenjeni iznos troškova u vezi sa osnivanjem banke;
12. druge elemente, odnosno podatke.

Banka ima statut. Statut banke sadrži:

1. organizaciju i način poslovanja banke;
2. pitanja o kojima odlučuje skupština banke;
3. pitanja o kojima odlučuju drugi organi banke, sastav i postupak odlučivanja ovih organa, kao i mandat članova tih organa;
4. mere i odgovornost organa banke za obezbeđenje likvidnosti i solventnosti banke;

5. prava, obaveze i odgovornost članova upravnog i izvršnog odbora banke i drugih lica s posebnim ovlašćenjima i odgovornostima utvrđenih statutom banke;
6. ovlašćenje za potpisivanje i zastupanje banke;
7. način vršenja unutrašnje kontrole i unutrašnje revizije banke;
8. podatke i isprave koji se smatraju poslovnom tajnom banke i način postupanja s tim podacima i ispravama;
9. druge elemente, odnosno podatke.

Narodna banka Srbije može propisati da statut banke sadrži i druge obavezne elemente, odnosno podatke. Dozvolu za rad banke Narodna banka Srbije daje posle davanja preliminarnog odobrenja i podnošenja zahteva za davanje ove dozvole. Uz zahtev osnivači banke dostavljaju:

1. dokaz o uplati novčanog dela osnivačkog kapitala, kao i dokaz o prenosu nenovčanih sredstava u osnivački kapital banke i izjavu o poreklu tih sredstava;
2. dokaze o tome da su obezbeđili: odgovarajući poslovni prostor i nabavili i pripremili opremu za nesmetano poslovanje banke, da taj prostor ispunjava zakonom utvrđene uslove što se tiče tehničke opremljenosti, zaštite na radu i zaštite i unapređenja životne sredine, kao i da taj prostor i ta oprema omogućavaju pristup svim relevantnim podacima i informacijama potrebnim za vršenje kontrolne funkcije Narodne banke Srbije;
3. dokaz o tome da su angažovali spoljnog revizora banke sa liste;
4. podatke o organizacionoj strukturi i kadrovskoj osposobljenosti banke.

Ako Narodna banka Srbije odbaci ili odbije zahtev iz stava 1. ovog člana, lice koje je podneto taj zahtev ne može podneti zahtev za preliminarno odobrenje u roku od godinu dana od dana odbacivanja ili odbijanja zahteva iz tog stava. Osnivačka skupština banke održava se posle prijema rešenja Narodne banke Srbije o davanju dozvole za rad banke, i to najkasnije u roku od 30 dana od dana njegovog prijema. Osnivačku skupštinu čine osnivači banke. Osnivači banke pravo glasa na osnivačkoj skupštini ostvaruju srazmerno visini svog uloga. Na osnivačkoj skupštini se, i to dvotrećinskom većinom glasova osnivača banke, donosi statut banke, biraju predsednik i članovi upravnog i izvršnog odbora banke, usvajaju program aktivnosti banke za period od tri godine i poslovna politika banke i donosi odluka o prvom izdavanju akcija. Osnivači banke dužni su da akte usvojene na osnivačkoj skupštini dostave na saglasnost Narodnoj banci Srbije u roku od pet dana od dana njihovog usvajanja. Osnivači banke dužni su da prijavu za upis banke u registar privrednih subjekata podnesu u roku od 30 dana od dana dobijanja saglasnosti. Uz prijavu iz podnosi se rešenje Narodne banke Srbije o davanju dozvole za rad banke i saglasnost iz tog stava. Banka stiče svojstvo pravnog lica momentom upisa u registar privrednih subjekata.

1.2. Poslovanje banke

1.2.1. Kapital banke

Banka je dužna da održava propisani iznos kapitala radi stabilnog i sigurnog poslovanja, odnosno radi ispunjenja obaveza prema poveriocima. Kapital banke sastoji se od osnovnog i dopunskog kapitala, kao i drugih oblika kapitala koje propiše Narodna banka Srbije. Banka je dužna da u svom poslovanju obezbedi da kapital banke uvek bude u visini koja nije manja od dinarske protvvrednosti 10.000.000 evra prema zvaničnom srednjem kursu. Banka je dužna da, radi stabilnog i sigurnog poslovanja, odnosno radi ispunjenja obaveza prema poveriocima, pokazatelj adekvatnosti kapitala održava na propisanom nivou. Pokazatelj adekvatnosti kapitala predstavlja odnos između kapitala i rizične aktive banke.

Narodna banka Srbije može banci odrediti i pokazatelj adekvatnosti kapitala veći od propisanog ako se na osnovu vrste i stepena rizika i poslovnih aktivnosti banke utvrđi da je to potrebno radi stabilnog i sigurnog poslovanja banke, odnosno radi ispunjenja njenih obaveza prema poveriocima. Rizična aktiva banke je zbir knjigovodstvenih vrednosti pozicija bilansne aktive i vanbilansnih stavki pomnoženih ponderima kreditnog i tržišnog rizika i drugih rizika. Banka ne može raspodelu dobiti vršiti isplatom dividendi svojim akcionarima ili isplatom učešća u dobiti, odnosno drugih davanja iz dobiti banke članovima organa upravljanja i zaposlenima u banci ako:

- svoju likvidnost ne održava u skladu s propisima Narodne banke Srbije;
- zbog te raspodele ne bi mogla da održava svoju likvidnost u skladu s propisima Narodne banke Srbije;
- nije otklonila slabosti i nedostatke koje joj je naložila Narodna banka Srbije u vezi s nepravilnim iskazivanjem poslovnih promena i drugih događaja, a koji mogu uticati na bilans uspeha banke;
- nije postupila u skladu s nalozima za otklanjanje nepravilnosti;

Narodna banka Srbije to odredi svojom korektivnom merom. Ako ukupan iznos isplata prelazi 10% kapitala banke ili bilans uspeha banke iskazuje gubitak u tekućem ili prethodnom tromesečju, odnosno za poslovnu godinu do tog datuma, banka raspodelu ovih isplata može vršiti samo uz prethodno odobrenje Narodne banke Srbije. Banka ne može sticati sopstvene akcije, osim ako su ih akcionari banke ponudili u sekundarnoj prodaji a prodajom tih akcija drugim licima nanela bi se znatna šteta akcionarima banke. Sticanje akcija vrši se iz sredstava koja potiču iz dobiti banke. Uz obrazloženi zahtev za davanje saglasnosti, banka je dužna da Narodnoj banci Srbije dostavi i podatke o uslovima pod kojima se stiču sopstvene akcije. Pravni posao sticanja sopstvenih akcija bez saglasnosti Narodne banke Srbije ništav je. Banka je dužna da sopstvene akcije otuđi u roku od jedne godine od dana njihovog sticanja, a ako to ne učini, dužna je da ih povuče i poništi na teret svog akcionarskog kapitala.

1.2.2. Upravljanje rizicima

Banka identifikuje, meri i procenjuje rizike kojima je izložena u svom poslovanju i upravlja tim rizicima. Banka je dužna da obrazuje posebnu organizacionu jedinicu u čijem je delokrugu upravljanje rizicima. Upravljanje rizicima usklađuje se s veličinom i organizacionom strukturom banke, obimom njene aktivnosti i vrstama poslova koje banka obavlja. Banka svojim aktima propisuje procedure za identifikovanje, merenje i procenu rizika, kao i upravljanje rizicima, u skladu s propisima, standardima i pravilima struke. Aktima obuhvataju se sve vrste rizika kojima je banka izložena u svom poslovanju, a naročito:

- rizik likvidnosti;
- kreditni rizik;
- kamatni i devizni rizik i ostali tržišni rizici;
- rizici izloženosti banke prema jednom licu ili grupi povezanih lica;
- rizici ulaganja banke u druga pravna lica i u osnovna sredstva;
- rizici koji se odnose na zemlju porekla lica prema kome je banka izložena;
- operativni rizik, uključujući i pravni rizik, kao i rizik neodgovarajućeg upravljanja informacionim i drugim tehnologijama značajnim za poslovanje banke.

Rizik likvidnosti je rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled nesposobnosti te banke da ispunjava svoje dospele obaveze. Banka svojom imovinom i obavezama upravlja na način koji joj omogućava da u svakom trenutku ispuni svoje dospele obaveze (likvidnost) i da trajno ispunjava sve svoje obaveze (solventnost). Radi efikasnog upravljanja rizikom likvidnosti, nadležni organ banke usvaja i sprovodi politiku upravljanja likvidnošću, koja obuhvata planiranje priliva i odliva novčanih sredstava, praćenje likvidnosti i donošenje odgovarajućih mera za sprečavanje ili otklanjanje uzroka nelikvidnosti. Kreditni rizik je rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled neizvršavanja obaveza dužnika prema banci. Banka je dužna da kreditni rizik identifikuje, meri i procenjuje prema kreditnoj sposobnosti dužnika i njegovoj urednosti u izvršavanju obaveza prema banci, kao i prema kvalitetu instrumenata obezbeđenja potraživanja banke.

Radi adekvatnog i efikasnog upravljanja kreditnim rizikom, banka je dužna da, u skladu s propisima Narodne banke Srbije i svojim aktima, obračunava i izdvaja rezerve za procenjene gubitke koji mogu nastati po osnovu bilansne aktive i vanbilansnih stavki banke. Kamatni rizik je rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled promena kamatnih stopa. Devizni rizik je rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled promene deviznog kursa. Banka je dužna da obim i strukturu svoje imovine i obaveza usklađi na način koji omogućuje efikasno upravljanje tržišnim rizicima. Banka je dužna da svojim unutrašnjim aktima propiše posebne politike i procedure za identifikovanje tržišnih rizika i upravljanje ovim rizicima, kao i za redovno izveštavanje organa banke o vrstama i nivou tih rizika.

Izloženost banke prema jednom licu je ukupan iznos potraživanja i vanbilansnih stavki koji se odnose na to lice ili grupu povezanih lica (krediti, ulaganja u dužničke hartije od vrednosti, vlasnički ulozi i učešća, izdate garancije i avali i sl.). Velika izloženost banke prema jednom licu ili grupi povezanih lica je izloženost koja iznosi najmanje 10% kapitala banke.

Izloženost banke prema jednom licu ili grupi povezanih lica ne sme preći 25% kapitala banke. Izloženost banke prema licu povezanom s bankom ne sme preći 5% kapitala banke. Ukupna izloženost banke prema licima povezanim s bankom ne sme preći 20% kapitala banke. Narodna banka Srbije propisuje zbir svih velikih izloženosti banke, koji ne može biti manji od 400% niti veći od 800% kapitala banke. Ulaganje banke u jedno lice koje nije lice u finansijskom sektoru ne sme preći 10% kapitala banke. Ukupna ulaganja banke u lica koja nisu lica u finansijskom sektoru i u osnovna sredstva banke ne smeju preći 60% kapitala banke. Ulaganjima nije obuhvaćeno sticanje akcija radi njihove dalje prodaje u roku od šest meseci od dana sticanja tih akcija. Operativni rizik je rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled propusta u radu zaposlenih, neodgovarajućih unutrašnjih procedura i procesa, neadekvatnog upravljanja informacionim i drugim sistemima, kao i usled nepredviđivih eksternih događaja. Narodna banka Srbije propisuje kriterijume za identifikovanje, merenje i procenu rizika, kao i za upravljanje rizicima, uključujući i:

1. način izračunavanja pojedinačnih pokazatelja poslovanja banke u vezi sa upravljanjem rizicima i ograničenja koja se odnose na te rizike;
2. način, formu i rokove izveštavanja banke o pokazateljima.

Banka u svom poslovanju ne može licu povezanom s bankom odobriti uslove koji su povoljniji od uslova odobrenih drugim licima koja nisu povezana s tom bankom. Klijent banke, u smislu ovog zakona, je bilo koje lice koje koristi ili je koristilo usluge banke ili lice koje se obrutilo banci radi korišćenja usluga i koje je banka kao takvo identifikovala. Klijent banke ima pravo pristupa svim podacima koji mu prema ovom zakonu moraju biti dostupni, a banka je dužna da mu na zahtev obezbeđi ovaj pristup. Banka slobodno odlučuje o izboru klijenta. Banka je dužna da opšte uslove poslovanja, kao i njihove izmene i dopune, istakne u svojim poslovnim prostorijama na vidnom mestu, i to najkasnije 15 dana pre njihove primene. Primena opštih uslova poslovanja obezbeđuje se pismenim ugovorom zaključenim između banke i klijenta. Klijent može od banke da traži odgovarajuća objašnjenja i instrukcije koji se odnose na primenu opštih uslova poslovanja. Banka je dužna da vodi poslovne knjige i računovodstvenu evidenciju i da godišnje finansijske izveštaje, koji istinito i objektivno odražavaju njeno poslovanje i finansijsko stanje, priprema sa sadržajem i u obliku koji su utvrđeni zakonom kojim se uređuju računovodstvo i revizija, ovim zakonom i propisima Narodne banke Srbije. Banka je dužna da, radi procene finansijskog stanja banke i njenih podređenih društava na pojedinačnoj i konsolidovanoj osnovi, pripremi i Narodnoj banci Srbije podnese izveštaje koji se odnose na upravljanje bankom,

kao i na poslovanje organizacionih struktura, planirane poslovne aktivnosti, likvidnost, solventnost i profitabilnost banke i njenih podređenih društava. Radi obavljanja godišnje revizije svojih finansijskih izveštaja, banka, bankarska grupa i bankarski holding godišnje angažuju spoljnog revizora (preduzeće za reviziju). O imenovanju spoljnog revizora banka ili bankarski holding obaveštavaju Narodnu banku Srbije u roku od 15 dana od dana tog imenovanja. Banka ne može imenovati spoljnog revizora čiji je prihod od revizije te banke u prethodnoj godini veći od polovine njegovih ukupnih prihoda.

Spoljni revizor može kod banke obavljati najviše tri uzastopne revizije godišnjih finansijskih izveštaja. Spoljni revizor ne može u istoj godini obavljati i reviziju finansijskih izveštaja banke i pružati joj konsultantske usluge, niti reviziju može vršiti za poslovnu godinu u kojoj joj je pružao te usluge. Lice koje rukovodi revizijom banke i potpisuje izveštaj spoljnog revizora mora imati najviše profesionalno zvanje u oblasti revizije, prema zakonu kojim se uređuje revizija, tri godine iskustva u obavljanju poslova revizije banaka i mora biti nezavisno od banke. Lice ne smatra se nezavisnim od banke ako je ono ili preduzeće za reviziju u kome je to lice angažovano, ili rukovodilac tog preduzeća – u tekućoj godini i u dve prethodne poslovne godine, kao i za vreme obavljanja revizije:

- bilo lice povezano s bankom ili bilo kojim članom bankarske grupe;
- bilo poslovni partner banke ili bilo kog člana bankarske grupe;
- bilo lice koje ima direktno ili indirektno vlasništvo u banci ili članu bankarske grupe;
- bilo likvidacioni ili stečajni upravnik člana bankarske grupe;
- bilo ugovorna strana u ugovornom odnosu s licem koje bi moglo negativno uticati na njegovu nepristrasnost i nezavisnost.

Godišnja revizija finansijskih izveštaja bankarskih grupa mora se sprovoditi na konsolidovanoj osnovi. Svako podređeno društvo banke ili bankarskog holdinga obavezno je da obezbeđi spoljnu reviziju svojih pojedinačnih godišnjih finansijskih izveštaja. Reviziju vrši spoljni revizor, koga imenuje najviše matično društvo bankarske grupe. Spoljni revizor sačinjava izveštaj i daje mišljenje o tome da li su godišnji finansijski izveštaji banke sačinjeni u skladu sa međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja, odnosno međunarodnim računovodstvenim standardima, zakonom kojim se uređuju računovodstvo i revizija i propisima Narodne banke Srbije i da li istinito i objektivno prikazuju finansijski pololžaj banke, rezultate poslovanja i novčane tokove za tu godinu po svim materijalno značajnim pitanjima. Banka koja je osnovana spajanjem dužna je da Narodnoj banci Srbije dostavi mišljenje spoljnog revizora o istinitosti i objektivnosti svog početnog bilansa stanja na dan spajanja u roku od 60 dana od dana upisa te banke u registar privrednih subjekata.Banka kojoj se pripaja druga banka dužna je da angažuje spoljnog revizora radi obavljanja revizije svojih finansijskih izveštaja sa stanjem na dan pripajanja. Banke mogu, radi unapređivanja sopstvenog poslovanja i usklađivanja svoje delatnosti, osnivati udruženja.

Udruženje banaka ima svojstvo pravnog lica. Udruženje banaka upisuje se u registar, u skladu sa zakonom. Ugovorom o osnivanju udruženja banaka utvrđuju se naziv, delatnost i sedište udruženja, zastupanje udruženja i odgovornost u pravnom prometu, prestanak rada udruženja i način upravljanja udruženjem, kao i druga pitanja značajna za osnivanje udruženja banaka. Udruženje banaka dostavlja Narodnoj banci Srbije ugovor iz stava 4. ovog člana, kao i druge akte udruženja i sporazume koje udruženje zaključuje s bankama. Banka dostavlja Narodnoj banci Srbije sporazume koje zaključi s drugim bankama radi unapređivanja sopstvenog poslovanja i usklađivanja svoje delatnosti. Banka ne može zaključiti sporazum s drugom bankom ili sa udruženjem banaka koji bi mogao da povredi konkurenciju.

1.3. Odluka o upravljanju rizicima[604]

Ovom odlukom utvrđuju se kriterijumi za identifikovanje, merenje i procenu rizika kojima je banka izložena u svom poslovanju, kao i za upravljanje tim rizicima, uključujući i način izračunavanja pojedinačnih pokazatelja poslovanja banke u vezi sa upravljanjem rizicima i ograničenjima koja se odnose na te rizike. Banka je dužna da identifikuje, meri i procenjuje rizike kojima je izložena u svom poslovanju i da upravlja tim rizicima u skladu sa Zakonom o bankama, drugim propisima i svojim aktima.

Rizici kojima je banka naročito izložena u svom poslovanju su sledeći:

- rizik likvidnosti,
- kreditni rizik,
- tržišni rizici (kamatni i devizni rizik),
- rizici izloženosti banke,
- rizici ulaganja banke,
- rizici koji se odnose na zemlju porekla lica prema kome je banka izložena,
- operativni rizik.

Rizik likvidnosti je rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled nesposobnosti banke da ispunjava svoje dospele obaveze. Nivo likvidnosti banke iskazuje se pokazateljem likvidnosti, koji predstavlja odnos zbira likvidnih potraživanja prvog reda i likvidnih potraživanja drugog reda, s jedne strane, i zbira obaveza po viđenju bez ugovorenog roka dospeća i obaveza sa ugovorenim rokom dospeća u narednih mesec dana od dana vršenja obračuna pokazatelja likvidnosti, s druge strane.

Banka je dužna da nivo likvidnosti održava tako da pokazatelj likvidnosti:

- iznosi najmanje 1,0 – kada je obračunat kao prosek pokazatelja likvidnosti za sve radne dane u mesecu;
- ne bude manji od 0,9 duže od tri uzastopna radna dana;

[604] „Službeni glasnik RS“, broj 57 od 30. juna 2006. godine

- iznosi najmanje 0,8 – kada je obračunat za jedan radni dan.

Kritično nizak nivo likvidnosti, u smislu ove odluke, predstavlja nivo likvidnosti čiji je pokazatelj niži od pokazatelja iz stava 3. ove tačke. Ako banka utvrđi kritično nizak nivo likvidnosti, dužna je da o tome obavesti Narodnu banku Srbije – najkasnije narednog radnog dana. Ovo obaveštenje sadrži podatke o iznosu likvidnih sredstava koja nedostaju, o razlozima nelikvidnosti i o planiranim aktivnostima za otklanjanje uzroka nelikvidnosti. Likvidna potraživanja banke prvog reda, u smislu ove odluke, čine gotovina i potraživanja banke kod kojih je ugovoreno da dospevaju u narednih mesec dana od dana vršenja obračuna pokazatelja likvidnosti, i to:

- gotovina u blagajni, sredstva na žiro računu, zlato i drugi plemeniti metali;
- sredstva na računima kod banaka
- depoziti kod Narodne banke Srbije;
- čekovi i druga novčana potraživanja u postupku realizacije;
- neopozive kreditne linije odobrene banci;
- akcije i obveznice kotirane na berzi.

Ostala potraživanja banke koja dospevaju u narednih mesec dana od dana vršenja obračuna pokazatelja likvidnosti predstavljaju, u smislu ove odluke, likvidna potraživanja banke drugog reda. Obaveze banke po viđenju i bez ugovorenog roka dospeća, u smislu ove odluke, čine deo njenih obaveza, i to:

- 40% depozita po viđenju banaka,
- 20% depozita po viđenju ostalih deponenata,
- 10% štednih uloga,
- 5% garancija i drugih vrsta jemstava,
- 20 % neiskorišćenih odobrenih neopozivih kreditnih linija.

Ostale obaveze banke koje dospevaju u narednih mesec dana od dana vršenja obračuna pokazatelja likvidnosti predstavljaju, u smislu ove odluke, obaveze banke sa ugovorenim rokom dospeća. Likvidna potraživanja banke obračunavaju se po tržišnoj vrednosti, a ako tu vrednost nije moguće utvrđiti – po knjigovodstvenoj vrednosti. Dinarska protivvrednost likvidnih potraživanja i obaveza banke koji glase na stranu valutu utvrđuje se po zvaničnom srednjem kursu dinara na dan obračuna. Ako potraživanje ili obaveza banke dospevaju u anuitetima, u obračun pokazatelja likvidnosti uključuju se anuiteti tog potraživanja ili obaveze koji dospevaju u roku od mesec dana od dana vršenja obračuna. Za potrebe izračunavanja pokazatelja likvidnosti, depoziti banke po viđenju i depoziti s dnevnom avizom smatraju se depozitima oročenim na jedan dan. U obračun pokazatelja likvidnosti banke ne uključuju se njena potraživanja koja se klasifikuju u kategorije V, G i D u skladu sa odlukom kojom se uređuje klasifikacija bilansne aktive i vanbilansnih stavki banke. Banka je dužna da uspostavi takav informacioni sistem koji će obezbeđiti podatke za blagovremeno i kontinuirano upravljanje rizikom likvidnosti, a naročito za:

1. planiranje priliva i odliva novčanih sredstava;
2. utvrđivanje i praćenje pokazatelja likvidnosti na dnevnoj osnovi;
3. merenje i praćenje likvidnosti banke na dnevnoj osnovi;
4. merenje i praćenje likvidnosti za svaku valutu značajnu za ukupnu likvidnost banke;
5. praćenje usklađenosti poslovanja sa uspostavljenim limitima banke za upravljanje rizikom likvidnosti;
6. analizu kretanja i procenu stabilnosti depozita;
7. izradu izveštaja za potrebe organa banke.

Banka je dužna da utvrđi procedure kojima se obezbeđuje postupanje u okolnostima, odnosno situacijama koji mogu dovesti do kritično niskog nivoa njene likvidnosti. Procedurama iz stava 1. ove tačke potrebno je naročito utvrđiti šta se smatra okolnostima, odnosno situacijama iz tog stava, zatim utvrđiti nadležnosti i odgovornosti u banci za primenu ovih procedura, mogućnosti za promene strukture i izvora sredstava, planirane vidove komunikacije s regulatornim telima, najznačajnijim klijentima banke i javnošću, kao i način pribavljanja likvidnih sredstava koja nedostaju. Kreditni rizik je rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled neizvršavanja obaveza dužnika prema banci. Banka je dužna da kreditni rizik identifikuje, meri i procenjuje na osnovu kreditne sposobnosti dužnika, na osnovu njegove urednosti u izvršavanju obaveza prema banci i na osnovu kvaliteta instrumenata obezbeđivanja potraživanja banke, a u skladu sa odlukama kojima se uređuje klasifikacija bilansne aktive i vanbilansnih stavki banke, odnosno adekvatnost njenog kapitala. Tržišni rizici, u smislu ove odluke, obuhvataju kamatni i devizni rizik. Kamatni rizik je rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled promene kamatnih stopa. Banka priprema izveštaje za merenje kamatnog rizika za sve pozicije aktive, pasive i vanbilansnih stavki, kao i za ostale naknade ili rashode koji su izloženi ovom riziku. Banka je dužna da kamatni rizik meri najmanje jednom tromesečno, odnosno dužna je da ga meri i u kraćim intervalima ako utvrđi da postoje znatnije promene kamatnih stopa, odnosno obima ili vrste njene aktive, pasive ili vanbilansnih stavki. Banka utvrđuje uticaj promene kamatnih stopa na prihod banke, raspon kamatnih stopa, trošak sredstava izražen kamatnom stopom i neto kamatnu maržu banke. Banka je dužna da svojom aktima uredi kamatnu politiku (utvrđivanje visine kamatnih stopa i sl.). Devizni rizik je rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled promene deviznog kursa. Pokazatelj deviznog rizika je odnos između ukupne otvorene devizne pozicije banke i kapitala banke, obračunat u skladu sa odlukom kojom se uređuje adekvatnost kapitala banke. Banka je dužna da odnose između aktive i pasive održava tako da njena ukupna otvorena devizna pozicija na kraju svakog radnog dana ne bude veća od 30% njenog kapitala. Banka čije je pokazatelj deviznog rizika u toku dva uzastopna radna dana veći od procenta iz stava 3. ove tačke – dužna je da o tome obavesti

Narodnu banku Srbije narednog radnog dana. Rizici izloženosti banke, u smislu ove odluke, obuhvataju rizike izloženosti banke prema jednom licu ili prema grupi povezanih lica, kao i rizike izloženosti banke prema licu povezanom s bankom.

Ukupna izloženost banke prema jednom licu ili prema grupi povezanih lica predstavlja zbir svih bilansnih potraživanja i vanbilansnih stavki koji se odnose na to lice ili grupu povezanih lica, osim:

- sredstava po viđenju i sredstava oročenih do sedam dana na računima kod banaka
- potraživanja od Narodne banke Srbije ili Republike Srbije i potraživanja obezbeđenih njihovim bezuslovnim garancijama plativim na prvi poziv;
- potraživanja od vlada i centralnih banaka zemalja članica Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj i potraživanja obezbeđenih njihovim bezuslovnim garancijama plativim na prvi poziv;
- potraživanja obezbeđenih hartijama od vrednosti Narodne banke Srbije ili Republike Srbije;
- pokrivenih akreditiva za koje je pokriće obezbeđeno na posebnom računu kratkoročnih depozita na ime pokrića po akreditivima do visine pokrivenosti;
- potraživanja obezbeđenih gotovinskim depozitom kod banke, u visini depozita, pod uslovom da je ugovoreno da depozit služi kao obezbeđenje za ta potraživanja, da rok dospeća depozita odgovara roku dospeća potraživanja i da jedino banka može raspolagati tim depozitom - u visini dospelog nenaplaćenog potraživanja;
- potraživanja obezbeđenih bezuslovnim garancijama plativim na prvi poziv banaka koje su, prema poslednjem rangiranju koje su izvršili – s najmanje VaaZ, ali ne i bezuslovnim garancijama koje je izdala banka koja je većinski akcionar banke, odnosno banka iz iste bankarske grupe, izuzev ako postoji prethodna pismena saglasnost Narodne banke Srbije koju ona daje ako banka dostavi spisak važećih garancija i odluku kojom se upravni odbor banke obavezuje da će banka aktivirati pomenute garancije i ako iznos važećih garancija ne prelazi četvorostruki iznos kapitala banke u momentu izdavanja garancija;
- Velika izloženost banke prema jednom licu ili prema grupi povezanih lica je izloženost koja iznosi najmanje 10% kapitala banke.

Zbir svih velikih izloženosti banke ne može biti veći od 400% kapitala banke. Zbir svih velikih izloženosti banke, u smislu ove odluke, uključuje i izloženost banke prema licima povezanim s bankom. Izloženost banke prema jednom licu ili prema grupi povezanih lica ne sme preći 25% kapitala banke. Izloženost banke prema licu povezanom s bankom ne sme preći 5% kapitala banke. Ukupna izloženost banke prema licima povezanim s bankom ne sme preći 20% kapitala banke. Rizici ulaganja banke, u smislu ove odluke, obuhvataju rizike njenih ulaganja u druga pravna lica i u osnovna sredstva. Ulaganje banke u jedno lice koje nije lice u finansijskom sektoru ne sme preći 10% njenog kapitala, pri čemu se pod ovim ulaganjem podrazumeva ulaganje kojim banka stiče udeo ili

stiče akcije lica koje nije lice u finansijskom sektoru. Ukupna ulaganja banke u lica koja nisu lica u finansijskom sektoru i u osnovna sredstva banke ne smeju preći 60% kapitala banke. Ulaganja ne odnose se na sticanje akcija radi njihove dalje prodaje u roku od šest meseci od dana sticanja tih akcija. Pod rizicima koji se odnose na zemlju porekla lica prema kome je banka izložena (u daljem tekstu: rizik zemlje) podrazumevaju se negativni efekti koji bi mogli nastati na finansijski rezultat i kapital banke zbog nemogućnosti banke da naplati potraživanja od ovog lica iz razloga koji su posledica političkih, ekonomskih ili socijalnih prilika u zemlji porekla tog lica.

Rizik zemlje obuhvata:

- političko–ekonomski rizik, pod kojim se podrazumeva verovatnoća ostvarivanja gubitka zbog nemogućnosti naplate potraživanja banke zbog ograničenja utvrđenih aktima državnih i drugih organa zemlje porekla dužnika, kao i opštih i sistemskih prilika u toj zemlji;
- rizik transfera, pod kojim se podrazumeva verovatnoća ostvarivanja gubitka zbog nemogućnosti naplate potraživanja iskazanih u valuti koja nije zvanična valuta zemlje porekla dužnika, i to zbog ograničenja plaćanja obaveza prema poveriocima iz drugih zemalja u određenoj valuti, utvrđenih aktima državnih i drugih organa zemlje dužnika.

Banka mora uspostaviti adekvatan sistem za upravljanje rizikom zemlje, koji obuhvata politike i procedure kojima se uređuje:

- identifikacija postojećeg rizika zemlje;
- merenje rizika zemlje utvrđivanjem procedura i metoda za tačnu i blagovremenu procenu tog rizika;
- praćenje rizika zemlje analiziranjem stanja u toj zemlji;
- kontrolisanje rizika zemlje njegovim održavanjem na nivou prihvatljivom za rizični profil banke;
- utvrđivanje ovlašćenja i odgovornosti u procesu preuzimanja i upravljanja rizikom zemlje;
- sistem za redovno informisanje nadležnih organa banke o upravljanju rizikom zemlje;
- periodično preispitivanje funkcionisanja i unapređenja sistema upravljanja rizikom zemlje.

Banka limite izloženosti riziku zemlje utvrđuje pojedinačno po zemljama porekla dužnika, po koncentraciji izloženosti ovom riziku na regionalnoj osnovi, a, po potrebi, utvrđuje ih i prema pojedinim geografskim regionima. Operativni rizik je rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled propusta u radu zaposlenih, neodgovarajućih unutrašnjih procedura i procesa, neadekvatnog upravljanja informacionim i drugim sistemima u banci, kao i usled nepredviđivih eksternih događaja. Banka je dužna da identifikuje postojeće izvore operativnog rizika, kao i potencijalne izvore tog rizika koji

mogu nastati uvođenjem novih poslovnih proizvoda, sistema ili aktivnosti.Pod identifikacijom izvora rizika u smislu stava 1. ove tačke podrazumevaju se:

1. interne greške i zloupotrebe, i to:
   - neovlašćeno postupanje zaposlenih,
   - zloupotreba službenog položaja;
2. eksterno kršenje propisa, i to:
   - nezakonito postupanje lica koja nisu zaposlena u banci,
   - propusti u sistemu obezbeđenja;
3. propusti u sistemu zapošljavanja i zaštite na radu, i to:
   - odnosi između zaposlenih u banci,
   - sigurnost na radu,
   - diskriminacija na radnom mestu;
4. problemi u funkcionisanju sistema odnosa s klijentima, u plasmanu proizvoda i u poslovnim procedurama – ako su neadekvatni, i to:
   - standardizacija proizvoda, zaštita podataka i poslovne tajne,
   - poslovne procedure,
   - poslovni tokovi (tokovi odlučivanja i tokovi informacija),
   - izbor klijenata i izloženost prema njima,
   - savetodavna funkcija;
5. štete na imovini banke usled prirodnih katastrofa i drugih događaja;
6. poremećaji u organizaciji banke i greške u funkcionisanju uspostavljenih sistema;
7. sprovođenje poslovnih procedura i odluka, i to:
   - obavljanje i provera finansijskih transakcija,
   - nadzor i izveštavanje,
   - prijem klijenata i dokumentacije,
   - upravljanje potraživanjima i obavezama prema klijentima,
   - odnos s drugim poslovnim partnerima,
   - odnos s dobavljačima.

Izvore operativnih rizika navedene u stavu 2. ove tačke banka je dužna da prati po poslovima utvrđenim u skladu sa organizacijom i delatnošću banke, a pre svega po sledećim poslovima:

- poslovi s privredom,
- poslovi s licima u finansijskom sektoru u smislu Zakona o bankama,
- poslovi sa stanovništvom,
- komercijalni poslovi,
- poslovi platnog prometa,
- agencijski poslovi,
- poslovi upravljanja imovinom,
- brokersko–dilerski poslovi.

Banka je dužna da formira bazu podataka o svim nastalim gubicima po osnovu operativnog rizika i utvrđi metodologiju za interno evidentiranje tih gubi-

taka – po kategorijama utvrđenim prema izvorima gubitaka. Banka je obavezna da Narodnu banku Srbije obavesti o gubicima nastalim kao posledica operativnog rizika, kao i o onima koji mogu tako nastati, a koji prelaze 1% kapitala banke, kao i o merama koje preduzima radi adekvatnog upravljanja povećanim operativnim rizikom - najkasnije u roku od pet radnih dana od dana nastanka gubitka. Upravni odbor banke dužan je da po potrebi, a najmanje jednom godišnje, razmotri već utvrđene procedure za identifikovanje, merenje i procenu rizika, kao i za upravljanje rizicima – za svaku vrstu rizika koju je banka identifikovala i preuzela. Izvršni odbor banke je dužan da, najmanje jednom u toku poslovnog tromesečja, analizira efikasnost u primeni utvrđenih procedura za upravljanje identifikovanim rizicima kojima je banka izložena i o tome podnese izveštaj upravnom odboru banke.

Odbor za praćenje poslovanja banke (odbor za reviziju) dužan je da najmanje jednom mesečno izvesti upravni odbor banke o svojim aktivnostima i o utvrđenim nepravilnostima, kao i da predloži način na koji će se te nepravilnosti otkloniti, odnosno na koji će se unaprediti politike i procedure za upravljanje rizicima i sprovođenje sistema unutrašnjih kontrola. Odbor za upravljanje aktivom i pasivom banke prati i najmanje jednom u toku meseca analizira izloženost banke rizicima koji proizlaze iz strukture njenih bilansnih obaveza i potraživanja, kao i vanbilansnih stavki, i predlaže mere za upravljanje kamatnim rizikom i rizikom likvidnosti, a obavlja i druge poslove utvrđene aktima banke. Banka je dužna da uspostavi takav informacioni sistem koji će obezbeđiti podatke za blagovremeno i kontinuirano upravljanje rizicima u njenom poslovanju, usklađenost s limitima opreznog bankarskog poslovanja propisanim Zakonom o bankama i ovom odlukom, kao i odstupanja u odnosu na politike i procedure koje je utvrđio upravni odbor banke. Sistem za upravljanje rizicima koji je banka primenila u svom poslovanju treba da bude predmet kontinuirane unutrašnje kontrole i unutrašnje revizije.

2. PRINCIPI BANKARSKOG POSLOVANJA U UPRAVLJANJU FINANSIJSKIM POTENCIJALOM

2.1. Položaj banke u privrednim procesima – osnova bankarskih principa poslovanja

Banka kao finansijska institucija nalazi se u središtu složenih procesa proizvodnje i prometa i to njegovom najznačajnijem delu: procesu formiranja novca i kapitala i njihove upotrebe. Mobilizacija i koncentracija novca i akumulacije (štednje) je jedna od izuzetno značajnih funkcija banke, ali ništa manje nije značajna i funkcija koja iz toga sledi – pozajmljivanje tako koncentrisanih

novčanih sredstava brojnim subjektima privredne aktivnosti.[605]Banka postaje regulator novčanih tokova u njihovom stalnom priticanju i oticanju iz banke. U pravilno postavljenoj i vođenoj poslovnoj politici, banke u potpunosti zavise od toga da li su takvi novčani tokovi usklađeni. Usklađenost priliva i odliva novca predodređuje očuvanje jednog od osnovnih principa bankarskog poslovanja – principa likvidnosti. Uz ovaj osnovni poslovni princip, toku dugogodišnjeg rada banaka izdiferencirali su se i neki drugi principi kojih se sve banke u svetu pridržavaju. To su:

1. Princip likvidnosti,
2. Princip poslovnosti,
3. Princip sigurnosti i efikasnosti ulaganja sredstava u reprodukciji,
4. Princip rentabiliteta.

Dublje poznavanje i pridržavanje navedenih principa (načela) bankarskog poslovanja od posebnog je značaja u svim zemljama s razvijenim tržišnim mehanizmom.Veće ili manje odstupanje od navedenih principa, posebno prva dva, obično dovodi do poremećaja u normalnom funkcionisanju bankarskog sistema, ali i celokupnog procesa proširene reprodukcije privrede. Posebno danas u složenim i vrlo dinamičkim privrednim kretanjima i složenim procesima transformisanja sredstava i plasmana. U svakom momentu ona mora imati uvid u situaciju na strani sredstava (priliv) i plasmana (odliva). Kod svake kreditne operacije banka mora realno predviđeti izvore iz kojih se daje kredit, kvalitet i ročnost sredstava, dinamiku priliva i odliva i dr. Ne radi se o prostom bilansiranju, odnosno usaglašavanju sredstava i plasmana banke, radi se o brojnim drugim momentima koje banka mora uzeti u obzir, a pre svega:

1. Ročnu strukturu svih sredstava i njihovo paralelno kretanje s ročnom strukturom kredita. Angažovanjem kratkoročnih sredstava u dugoročne plasmane, banka može postati nelikvidna,
2. Dinamika priliva sredstava po vrstama sredstava i njihovoj strukturi,
3. Ponašanje subjekta u privrednom sistemu, odnosno komitenta banke (u čije poslovanje ona mora imati detaljan uvid),
4. Opšte smernice ekonomske i razvojne politike i stabilnost privredno–finansijskih kretanja,
5. Mere monetarno–kreditne politike, koje mogu stimulativno ili restriktivno delovati na sredstva i kredite banaka, i dr.

Kada se stave u odnos sredstva na žiro računu banke i gotovina prema kratkoročnim izvorima sredstava, dobija se stopa likvidnosti banaka. Smatra se da je optimalna stopa likvidnosti banaka kod nas oko 4%. Viša stopa od optimalne predstavlja neiskorišćen kreditni potencijal (što povećava troškove banaka), dok niža stopa od optimalne predstavlja veliku neizvesnost i lako ulaženje u zonu nelikvidnosti te nemogućnosti plaćanja računa komitenata i odobravanja novih kredita (blokada u kreditnoj politici banke). Stopa likvidnosti se uglavnom računa kao

[605] Dr S. Komazec, dr Ž. Ristić, dr J. Kovač, Bankarska ekonomija, ABC GLAS, Beograd, 1993, str. 117.

prosečna u toku meseca, a ne na određeni dan. Stopa likvidnosti banaka u poslednje tri godine imala je (mesečno) kretanje kako se vidi u prethodnom grafikonu.

2.2. Princip likvidnosti

Princip likvidnosti je takvo načelo u poslovanju banaka koje predstavlja obavezu banke da u svakom momentu bude u stanju da blagovremeno izvršava sve dospele obaveze prema svojim komitentima. Održavanje tekuće, platne likvidnosti predstavlja kamen temeljac uspešnog i stabilnog poslovanja svake banke. Upravo zbog nepoštovanja ovog principa, došlo je do likvidacije velikog broja banaka u krizi 1878, 1907, a posebno 1929–1932. godine. Od tada, poučeni tako gorkim iskustvima, gotovo sve države pronalaze instrumente preko centralne banke – da se zaštiti i dosledno sprovede ovaj princip poslovanja. Ako se žele pridržavati ovog principa, banke moraju imati u potpunosti usklađenu politiku sredstava i politiku plasmana – ne samo po dinamici priliva odliva, već i po ročnoj strukturi. Kako banke sve više posluju sa tuđim, pozajmljenim sredstvima, u njihovom poslovanju stalno se prepliću brojni tokovi priliva i odliva sredstava – te ovaj princip likvidnosti posebno dobija na značenju. Banka dakle, mora biti sposobna da svakog momenta izvršava svoje obaveze.[606]

Svaka banka, zbog navedenog razloga, svojoj likvidnosti posvećuje najveću pažnju i u tom smislu stalno analizira svoje izvore, kako bi pravovremeno provela naloge svojih komitenata. Likvidnost banke, uzimajući u obzir mogućnost "unovčavanja" njene aktive, može se diferencirati u tri oblika:

- Primarna likvidnost,
- Sekundarna likvidnost i
- Tercijarna likvidnost.

Pod primarnom likvidnošću obično se podrazumeva gotovina u blagajni i sredstva na žiro računu banke kod centralne banke. Ova likvidnost je merilo platne sposobnosti i prelivanja novca i kapitala u privredi i širim cirkulisanjem van privrede – te ovi principi dolaze do posebnog izražaja. Sekundarna likvidnost obuhvata primarnu likvidnost, uvećanu za najlikvidniji deo aktive banke, koji se u kratkom roku može pretvoriti u novac (menice, kratkoročni krediti do tri meseca i dr.). Tercijarna likvidnost banke predstavlja više teorijski, a manje praktičan elemenat, jer obuhvata one delove plasmana banke, koji se do isteka određenog roka ne mogu pretvoriti u gotov novac (dugoročni krediti, obligacije, menice koje se ne mogu eskontovati i dr.). Kako je već navedeno, od posebnog je značaja primarna likvidnost. Centralna banka stoga propisuje za svaku zemlju minimalnu stopu primarne likvidnosti koju poslovna banka mora da održava, uzimajući u

[606] Banka mora u svakom slučaju biti uvek spremna da svojim verovnicima isplati svako njegovo potraživanje, a isto tako i da svojim dužnicima stavi na raspolaganje sredstva odobrenog kredita u ugovorenom roku. Isto tako banka je dužna da u ugovorenom roku izvrši i sve preostale obaveze, kao što su izdane garancije, izdani dokumentarni neopozivi akreditiv, neizvršenjem dospele obaveze banaka prestaje biti banka i nema više rezona njenog postojanja." (A. Katunarić, op. cit., str. 23).

obzir sve navedene faktore. Radi se o minimalnim iznosima novčanih sredstava koje poslovna banka mora držati na svom žiro–računu kod centralne banke, da bi svakog momenta mogla vršiti plaćanje na zahtev svojih komitenata.[607] „U situaciji privrednih teškoća i nelikvidnosti privrede uravnoteženje izvora sredstava i plasmana... postaje teško i vrlo složeno. Očekivano vraćanje odobrenih kratkoročnih kredita izostaje i planirani iznosi za nove plasmane automatski se blokiraju za pokriće nevraćenih kredita, što se neposredno negativno održava na tokove kruženja finansijskih sredstava."[608] Likvidnost banke i privrede opada, a to se negativno odražava na procese proizvodnje i prometa u privredi kao celini. Zbog značaja koji ima ovaj princip rada banke posebno ćemo ga i znatno šire izučavati.

2.3. Princip poslovnosti i efikasnosti

Princip poslovnosti proizilazi iz osnovnog načela reprodukcije svakog subjekta – postizanje maksimalnih rezultata minimalnim ulaganjem sredstava. Princip poslovnosti treba da banku osigura od eventualnih iznenadenja, koja su moguća u savremenim vrlo dinamičnim promenama finansijske strukture u privredi.U sprovođenju principa poslovnosti banke mora uvažavati njegova tri bitna sastavna dela:

- samostalnost i objektivnost u donošenju odluka ("razboritost"),
- elemenat stalne cirkulacije novca i
- poslovno predviđanje.

Samostalnost i puna objektivnost u donošenju odluka treba da osigura banku od brzopletog planiranja sredstava, olakog trošenja sredstava, finansiranja problematičnih poslova i dr. Iza ovog elementa krije se i odgovornost banke za povraćaj uloženih sredstava, racionalno poslovanje i uopšte razvojnu politiku. Banka mora u svom poslovanju nastojati da osigura stalnu dinamiku, odnosno cirkulaciju sredstava. Svi oblici sredstava moraju imati određenu dinamiku – ne smeju mirovati, jer moraju omogućiti stvaranje novih vrednosti koje će osigurati vraćanje kredita i proširenu reprodukciju u privredi. Stabilnost i efikasnost poslovanja banke gotovo da nije moguće danas postići bez stalno prisutnog naučno razrađenog metoda praćenja i predviđanja – svih relevantnih finansijsko–materijalnih tokova u banci i privredi. U tom smislu banka mora u svojoj poslovnoj politici što realnije predviđeti i proceniti tendencije u privrednim i finansijskim tokovima, u zavisnosti od kreditno–monetarne politike, politike dohotka i ponašanja svih subjekata prema raspoloživom dohotku i dr. Princip poslovnosti se ugrađuje u princip likvidnosti i s njim čini jednu organsku celinu.

[607] Stopa primarne likvidnosti za poslovne banke u Jugoslaviji kreće se od 3–5%, u zavisnosti od strukture komitenata, strukture privrede, strukture sredstava, plasmana i dr.
[608] A. Katunarić, op. cit, str. 26.

2.4. Princip sigurnosti

U složenim savremenim finansijskim tokovima, princip sigurnosti u poslovanju banke dobija poseban značaj. Sam princip sigurnosti predstavlja određeni stepen sigurnosti banke, da će komitent ili poslovni partner, u određenom roku, uredno izvršavati sve svoje ugovorom preuzete obaveze. Ovaj princip se posebno odnosi na sigurnost povraćaja uloženih sredstava (plasmana), a sprovodi se ocenom finansijskog položaja partnera i njegove kreditne sposobnosti. Danas ovakva ocena zahteva dublja istraživanja situacije na tržištu određenih proizvoda i usluga, stalno praćenje poslovanja preduzeća, ispitivanje njegove likvidnosti, rentabiliteta poslovanja, urednosti u izvršavanju obaveza – dakle, kompletne kreditne sposobnosti. Princip sigurnosti posebno dolazi do izražaja u selekciji komitenata pri odobravanju kredita, rokovima odobravanja, kamatama i dr. Odstupanje od ovog principa najčešće dovodi do slabljenja finansijskih rezultata u privredi, nestabilnosti, nelikvidnosti reprodukcije, gomilanja zaliha, nekurentne robe, ograničavanja tokova reprodukcije i dr.

2.5. Princip rentabilnosti – profitabilnosti

Princip rentabilnosti poslovanja banaka nekad je bio osnovni, a često je bio i motiv osnivanja i rada banaka. Danas ostvarivanje profita banke (razlika između neplaćene aktivne i plaćene pasivne kamate) ostaje i dalje gotovo glavni podsticaj poslovanja banaka u kapitalizmu, mada, istina, ostali principi dobijaju sve veći značaj u savremenom kapitalizmu. Ovo se odnosi, pre svega, na likvidnost i stabilnost u poslovnoj politici. Ostvariti visoku rentabilnost po svaku cenu ostaje i dalje kao princip u savremenom kapitalizmu, dok je u socijalizmu to već prestalo da postoji. U socijalističkoj privredi i dalje je prisutan ovaj princip, ali je prestao da bude primaran i onog značaja kao ranije.

Maksimiranje vlastitog dohotka postao je osnovni cilj rada i poslovne politike banke. To je pre svega i efikasno usmeravanje sredstava reprodukcije, optimizacija proizvodnje i prometa, optimalno korišćenje i izgrađnja novih kapaciteta privrede takve specifične finansijske institucije u našem privrednom sistemu. Osnovni cilj je, dakle, optimalizacija uslova poslovanja i maksimalizacija dohotka akcionara banke.

GLAVA OSMA

EFIKASNOST POSLOVNE POLITIKE BANAKA

1. BANKA U SISTEMU FINANSIRANJA PRIVREDE

Banke spadaju u najvažnije subjekte finansijskog tržišta i ukupnog sistema finansiranja privrede. U sistemu ukupnog finansiranja privrede (i države) banke dobijaju osnovnu ulogu, bilo da se radi o direktnom kreditiranju preduzeća, bilo indirektnom preko finansijskog tržišta (hartija od vrednosti). Dobro organizovan finansijski i bankarski sistem i njihovo efikasno funkcionisanje doprinosi:

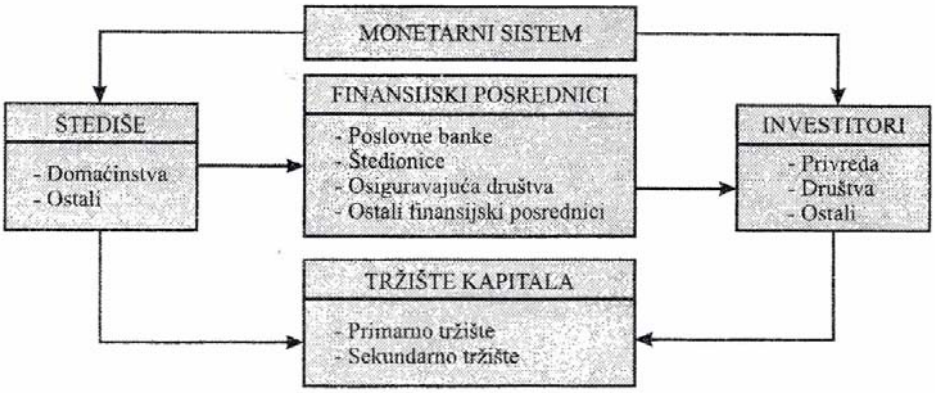
1. Povećanju stope nacionalne štednje,
2. Brzoj koncentraciji i centralizaciji kapitala,
3. Većoj efikasnosti korišćenja nacionalne štednje,
4. Povećanju opšte stope prinosa na društveni kapital,
5. Većoj stabilnosti privrednih i finansijskih tokova,
6. Povećanju opšte stope privrednog rasta,
7. Većoj društvenoj kontroli novčanih i finansijskih tokova,
8. Optimalnoj alokaciji finansijskih resursa u procesu finansiranja privrednog razvoja,
9. Većoj "tečljivosti" i likvidnosti reprodukcije,
10. Odvijanju ukupnih tokova reprodukcije i dr.

Banke direktno ili indirektno postaju pokretači, katalizatorski i kontrolni mehanizam finansijskog sistema, bez kojih bi procesi reprodukcije praktično bili nemogući. Poslovno bankarstvo u finansijskom sistemu ima sledeće mesto: Finansijski sistem, a u sklopu njega i banke, ima tri osnovne društvene funkcije:

- Mobilzacija i koncentracija štednje svih subjekata koji imaju veći dohodak od potrošnje,
- Efikasna alokacija štednje po sektorima i subjektima, tržišta, koji predstavljaju ili drže određene oblike imovine.

Navedenim funkcijama može se dodati i organizovanje racionalnih oblika plaćanja i konverzije jednog oblika imovine u drugi oblik i sl. Funkcije poslovnog bankarstva na finansijskom tržištu usmerene su ne samo na koncentraciju štednje u bankama (direktno), već i na transfer preko finansijskih posrednika najvećeg dela štednje do investitora. Banke povezuju tržište novca (monetarni sistem) i tržište kapitala u sistem finansiranja privrede.

POSLOVNE BANKE I FINANSIJSKI POSREDNICI U PROCESU POVEZIVANJA ŠTEDNJE I INVESTITORA



Uz formiranje odgovarajućeg finansijskog potencijala banaka funkcija im se dalje razvija u pravcu strukturne alokacije kredita i drugih plasmana. Finansijski potencijal se povećava na osnovu povećanja depozita kod banaka. Rast depozita bankarskog sistema je u visokoj korelaciji sa kretanjem privredne aktivnosti, dohotka i štednje. U bankarskom sistemu depoziti su uglavnom stabilna funkcija formiranja dohotka, te pokazuju tendenciju stalnog povećanja.

Banke u svojoj poslovnoj politici istovremeno ostvaruju i strukturnu kompoziciju rasta depozitnog potencijala i kreditnih plasmana. To se odvija paralelno sa tržišnim, tehnološkim i razvojnim prestrukturisanjem privrede, te prilagođavanjem politike banaka tim procesima (reakcije preduzeća na tržištu kredita, kamatnu politiku, depozite privrede kod banaka i sl.). Banke su osnovni nosilac finansiranja privrede, posebno u nerazvijenim privredama u kojima ne postoji razvijeno finansijsko tržište (tržište hartija od vrednosti) i u kojima dominira bankarski kredit kao osnovni instrument finansiranja privrede.

U uslovima visoko razvijenih tržišnih privreda koje imaju razvijen finansijski sistem (tržište kapitala) u izgrađenu i razvijenu finansijsku infrastrukturu, učešće banaka u mobilizaciji i koncentraciji sredstava opada, jer njihovu ulogu velikim delom preuzimaju nebankarski finansijski posrednici. U manje razvijenim privredama, sa nerazvijenim tržištem kapitala i nerazvijenom finansijskom infrastrukturom (instrumenti i institucije tržišta novca i tržišta kapitala) to nije slučaj. Tu banke, bankarski kredit i depoziti imaju osnovnu ulogu (bilateralni kreditno–depozitni odnosi).

STRUKTURA BANKARSKIH POSLOVA

Bankarski poslovi

Centralnih (emisionih) banaka
- Emisija novca i kredita
- Reeskontni i relombardni poslovi
- Poslovi obavezne rezerve
- Kvantitativna kontrola kredita
- Kvalitativna kontrola kredita
- Štampanje i emitovanje novčanica i kovanog novca
- Trezorsko poslovanje
- Platni promet sa inostranstvom
- Devizni i devizno-valutni poslovi
- Saradnja i drugi poslovi

Poslovnih banaka
- Pasivni bankarski poslovi
- Aktivni bankarski poslovi
- Neutralni bankarski poslovi
- Sopstveni bankarski poslovi

AKTIVNI I PASIVNI BANKARSKI POSLOVI

AKTIVNI BANKARSKI POSLOVI

Kratkoročni
- Eskontni krediti
- Krediti na zalogu i lombard
- Krediti na tekući račun
- Međubankarski dati krediti
- Rambursni krediti
- Ostali krediti i plasmani u zemlji i inostrtanstvu

Dugoročni
- Hipotekarni krediti
- Investicioni krediti
- Stambeni krediti
- Međubankarski dati krediti
- Konzorcijalna i zajednička ulaganja
- Ostali dugoročni krediti i investiciona ulaganja u zemlji sa inostranstvom

PASIVNI BANKARSKI POSLOVI

Kratkoročni
- Kratkoročni depoziti
- Međubankarski uzeti investicioni krediti
- Oročni kratkoročni depoziti
- Poslovi kreditne multiplikacije
- Ostali kratkoročni pasivni poslovi u zemlji sa inostranstvom

Dugoročni
- Mobilizacija kapitala emisijom hartija od vrednosti
- Reeskontni poslovi relombardni poslovi
- Međubankarski uzeti krediti
- Ostali dugoročni pasivni poslovi u zemlji i sa inostranstvom
- Oročeni dugoročni depoziti

NEUTRALNI I SOPSTVENI BANKARSKI POSLOVI

Posrednički
- Posrednički
- Platni promet u zemlji
- Platni promet sa inostranstvom
- Poslovi naplata i isplata (inkasa)
- Ostali posrednički poslovi: finansijski konsalting, žiro promet sa hartijama od vrednosti

Komisioni
- Komisioni
- Emisija i plasman tuđih hartija od vrednosti
- Izdavanje kreditnih pisama
- Izdavanje garancija i garantnih pisama
- Depo poslovi
- Kupovina i prodaja hartija od vrednosti, deviza, valuta i berzanski poslovi
- Komisioni kreditni poslovi
- Ostali komisioni poslovi

Administrativno-kontrolno-upravni
- Administrativno-kontrolno-upravni
- Izveštaj budžeta
- Služba po državnim zajmovima
- Upravljanje sredstvima javnih i državnih fondova
- Finansiranje javnih radova
- Poslovi evidencije javnog karaktera
- Poslovi kontrole
- Poslovi prikupljanj i obrade statističkih podataka
- Ostali administrativno-kontrolno upravni poslovi

Sopstveni poslovi
- Sopstveni poslovi
- Arbitraža
- Berzanske špekulacije
- Investiranje i ulaganje
- Osnivanje sopstvenih preduzeća i firmi, lizing i forfeting kompanije i AD

2. USLOVI EFIKASNOG POSLOVANJA BANAKA

Banke bi trebalo da predstavljaju samostalne finansijske i tržišne institucije sa punom odgovornošću i rizikom za svoje poslovanje. Efikasnost bankarskog poslovanja zavisi od sledećih ekonomskih i finansijskih performansi nacionalne ekonomije:

- Nivo i kvalitet ekonomskog razvoja (prosperitet, kriza, recesija, nivo dostignutog nacionalnog dohotka ukupno i per capita),
- Nivo nacionalne štednje i njen raspored po sektorima u privredi (stanovništvo, privreda, država, inostranstvo),
- Visina samofinansiranja privrede,
- Konzistentan monetarni sistem,
- Uloga, značaj i kontrolna funkcija centralne banke u bankarskoni i monetarnom sistemu,
- Čvrsta finansijska disciplina,
- Stabilnost privrede i "kvalitet" nacionalne valute,
- Elastičnost privrede na bankarski kredit i kamatnu stopu i odnos kamate, kursa i stope inflacije,
- Struktura izvora sredstava u bilansima poslovnih banaka,
- Investiciona politika i položaj banaka i preduzeća u tome i dr.

U takvim uslovima banke imaju širok prostor za optimalnu poslovnu politiku (politika sredstava i plasmana). U razvijenim privredama svi navedeni uslovi su dosta povoljni, posebno u pogledu povezanosti stope investicija i stope štednje. To se odnosi i na visok nivo samofinansiranja korporacija (koje se kreće između 65 i 75%). Najrazvijenije privrede imaju dugi niz godina stopu investiranja (učešće investicija u društvenom proizvodu) oko 18% do 20%. Stopa bruto štednje je približno tolika. To je omogućilo stvaranje jake depozitne baze banaka, stabilne odnose u bilansima banaka, a to su čvrste osnove za stabilno i efikasno funkcionisanje bankarskog sistema.

"Osnovne funkcije banaka su usmerene na formiranje adekvatnog finansijskog potencijala, optimizaciju agregatne i strukturne alokacije kredita, organizaciju novčanih transfera, obezbeđenje finansijskih usluga i sveta i povezivanje domaćeg sa međunarodnim finansijskim sistemom. Posmatrano sa mikroekonomskog stanovišta osnovna masa finansijskog potencijala se obezbeđuje na osnovu povećanja depozitnog potencijala, dok se osnovna masa plasmana odnosi i na kredite. Na nivou bankarskih sistema rast depozita je u korelaciji sa kretanjem privredne aktivnosti, dohotka i akumulacije nacionalne ekonomije. Dok se na nivou jedne banke depoziti formiraju i pod uticajem cikličnih i sezonskih faktora dotle na nivou sistema banaka postoji uglavnom stabilna funkcija njihovog povećanja. Funkcija rasta bankarskih kredita formira se na osnovu funkcije rasta depozita, tražnje privrede i ostalih subjekata za kreditnim resursima i na osnovu regulativnih parametara monetarnog sistema. Programiranje obima bankarskih

kredita je deo šire optimizacije ukupnih finansijskih izvora za finansiranje datog nivoa društvene proizvodnje, pri čemu će proporcije između internih i eksternih izvora finansiranja biti određene globalnim, realnim i finansijskim performansama jedne ekonomije. Istovremeno, banke moraju da uspešno ostvaruju strukturnu kompoziciju rasta depozitnog potencijala i kreditnih plasmana, čime se ustvari usklađuju sa tržišnim i tehnološkim prestrojavanjem privrede, ali stvaraju osnovu i za pospešivanje procesa pozitivnih strukturnih prilagođavanja ukupne ekonomije".[609]

Poslovne banke na osnovu standardnih ekonomskih i finansijskih parametara, finansiraju privredu, da bi monetarni sistem kroz primenu određenih parametara kontrolisao adekvatnost bankarske politike. Za zdravu i perspektivnu privredu banke predstavljaju utočište u smislu obezbeđenja dodatnih resursa i premošćivanja deficita u njihovim bilansima. Paralelno za zdrave banke monetarni sistem ima ulogu poslednjeg utočišta, na osnovu čega se pomaže uravnoteženje bankarskih bilansa.

„U uslovima visoko razvijenog finansijskog sistema i suptilno izgrađene finansijske infrastrukture učešće banaka u mobilizaciji i preusmeravanju društvene akumulacije je u znatnoj meri dopunjeno aktivnom ulogom nebankarskih finansijskih posrednika, nego što je to slučaj u zemljama u kojima nije dostignut visok stepen razuđenosti finansijskog sektora".[610]

3. EFIKASNOST I RACIONALNOST POSLOVNE POLITIKE BANAKA

Banke kao finansijske institucije, bez obzira na sve navedeno, na velike deformacije, nalaze se i dalje u središtu složenih procesa formiranja novca, kapitala i njihove upotrebe. Banke treba da predstavljaju samostalne finansijske i tržišne institucije sa punom odgovornošću i rizikom za svoje poslovanje. Mobilizacija i koncentracija novca i štednje (akumulacije) jedna je od osnovnih funkcija banaka, ali ništa manje nije značajna i funkcija pozajmljivanja (plasiranja) tako koncentrisanih (prikupljenih) novčanih sredstava.[611] Banke su po svom položaju u finansijskom sistemu i dalje ostale osnovni regulatori novčanih tokova u njihovom stalnom priticanju i oticanju iz banaka. Efikasnost poslovne politike zavisi upravo od usklađenosti novčanih tokova, njihove efikasne upotrebe, direktne cene sredstava i kredita (i drugih zavisnih troškova), ali i indirektnih efekata politike banke na privredne i finansijske tokove u okruženju banke.[612]

[609] Gorčić, Jovan: Monetarne i bankarske finansije, str. 212.
[610] Isto, str. 212–213.
[611] Dr S. Komazec, dr J. Kovač, dr Ž. Ristić, Bankarstvo i savremena ekonomija, str. 256.
[612] U razvijenim privredama svi navedeni uslovi su dosta povoljni, posebno u pogledu povezanosti stope investicija i stope štednje. To se odnosi i na visok nivo samofinansiranja korporacija (koje se kreće

Ne radi se, dakle, o prostom bilansiranju, odnosno usaglašavanju sredstava i plasmana banaka, već o brojnim drugim faktorima koji se moraju uzeti u obzir. Ovde se pre svega ima u vidu:

1. Ročna struktura svih sredstava i njihovo paralelno kretanje s ročnom strukturom plasmana (angažovanje kratkoročnih sredstava u dugoročne plasmane može banke dovesti u nelikvidnost),
2. Dinamika priliva i odliva sredstava u njihovoj strukturi,
3. Ponašanje komitenata i drugih subjekata banaka (u čije poslovanje banke moraju imati detaljan uvid i njihovo stalno praćenje),
4. Opšte smernice ekonomske i razvojne politike i stabilnost privredno–finansijskih kretanja (u tome cena, kamata, kurseva, revalorizacija, troškova i dr.),
5. Usmerenost monetarno–kreditne politike (ekspanziona ili restriktivna organizacija direktno deluje na sredstva i kredite banaka),
6. Postojeći, već formirani bilansni odnosi i obaveze iz prethodnog perioda koje dospevaju u tekućem periodu i dr.

Banke u poslovnoj politici moraju voditi računa o svim navedenim faktorima, posebno iz razloga što se radi o dinamičkim elementima, koji gotovo redovno dovođe do neusklađenosti sredstava i plasmana banaka. Likvidnost banke kao jedan od osnovnih principa direktno proizilazi iz navedene politike i realne procene svih sredstava i plasmana banaka. Efikasnost (poslovnost) se u bankarskom sistemu, kao i u drugim sistemima, može definisati kao zahtev za postizanje maksimalnih rezultata sa minimalnim ulaganjem sredstava. Princip poslovnosti treba da osigura banke i od eventualnih iznenađenja koja su moguća u savremenim vrlo dinamičnim promenama finansijske strukture u privredi, državi, bankama i sektoru stanovništva.

Načelo efikasnosti (poslovnosti) mora da uvaži tri njegova bitna dela: 1) Samostalnost i objektivnost u donošenju odluka, 2) Elemenat stalne cirkulacije sredstava i 3) Poslovno predviđanje.

Samostalnost, objektivnost i puna odgovornost treba da osiguraju banke od brzopletog plasiranja sredstava, olakog trošenja sredstava, racionalno poslovanje i sopstvenu razvojnu politiku (rast banaka). Tu se nalaze osnovi i za tzv. "osemenjavanje rasta", koje naše banke i bankari nisu uspeli ni otkriti, a kamoli ugrađiti, u svoju strategiju rasta banke.Banke moraju osigurati i stalnu dinamiku (cirkulaciju) sredstava. Sredstva moraju stalno cirkulisati, oplodavati se i omogućavati stvaranje novih vrednosti koje će omogućiti vraćanje kredita i odgovarajuće profitne efekte kod korisnika kredita (proširena reprodukcija u privredi). Efikasnost i stabilnost poslovanja banaka nije moguće danas postići bez stalno prisutnog naučnog razrađenog metoda praćenja i predviđanja svih relevantnih finansijsko–

---

izmedu 65 i 75%). Najrazvijenije privrede imaju dugi niz godina stopu investiranja (učešće investicija u društvenom proizvodu) oko 18–20%. Stopa bruto štednje je približno tolika. To je omogućilo stvaranje jake depozitne baze banaka, stabilne odnose u bilansima banaka, a to su čvrste osnove za stabilno i efikasno funkcionisanje bankarskog sistema.

materijalnlih tokova u bankama u privredi. Princip efikasnosti se ugrađuje u princip linvidnosti i s njim čini jednu organsku celinu. Da li je poslovno bankarstvo u najnovijoj fazi, opterećeno brojnim problemima i slabostima, što smo prethodno videli, bilo dovoljno efikasno u datim uslovima? Da li se iz takve (eventualne) efikasnosti mogu očekivati traganja za metodima njegovog opšteg osposobljavanja, saniranja i transformacije, prema tim procesima u razvijenim tržišnim privredama?

EFIKASNOST POSLOVNE POLITIKE BANAKA – BANKARSKE PERFORMANSE:

- Depozitna efikasnost[613] (B = 1,4%)
- Kredna efikasnost[614] (B = 0,1%)
- Koncentracija velikih plasmana (prosek banaka)
- Profitabilnost[615]
- Stepen adekvatnosti kapitala (neto)* (8%)
- Ekonomičnosti poslovanja banaka
- Kamatna marža
- Kamatonosna aktiva prema ukupnoj aktivi
- Neto prihod od kamata u ukupnom prihodu banaka
- Prihod od kamate u ukupnim prihodima
- Profit prema osnovnom kapitalu
- Aktivna naplaćena kamata u odnosu na plasmane
- Pasivna (plaćena) kamata u odnosu na depozitni potencijal
- Depoziti prema kreditima
- Dinarski
- Devizni
- Štedni i drugi dugoročni depoziti prema hlipotekarnim zajmovima
- Obaveze banaka prema ukupnoj aktivi
- Krediti banaka prema ukupnoj aktivi
- Depoziti banaka prema ukupnim obavezama banaka
- Kamatonosna aktiva prema kamatnoj pasivi
- Stepen rizičnosti aktive

Banke mali, gotovo simboličan deo, svoje aktivnosti usmeravaju na jačanje depozitnog potencijala. Prema stanju finansijskih sredstava svega 28,8% odnosi se na depozite (dinarske i devizne), a 71,2% na ostale oblike "sredstava", Učešće samo dinarskih depozita u izvorima sredstava banaka svedeno je na 1,7%. Marginalni rast depozita (dinarskih) u rastu ukupne pasive banaka iznosi svega 1,4%. Paraliza

[613] *Depozitna efikasnost* – učešće (A) depozita (deponenata) u ukupnoj pasivi i stalni rast (ili pad) depozitnog potencijala (B).
[614] *Kreditna efikasnost* – masa kredita u odnosu na ukupnu aktivu banaka.
[615] *Profitabilnost* kao odnos ostvarenog profita (dobiti) i ukupne aktive.

depozitne funkcije banaka je potpuna. Stoga je, struktura izvora sredstava banaka vrlo nepovoljna, da ne kažemo katastrofalna. Profitabilnost banaka u celini je negativna (zbog iskazanog gubitka), a isto tako i ekonomičnost poslovanja, ako se uzmu u obzir prihodi iz normalne aktivnosti banaka i rashodi za tu aktivnost. Kamatna aktiva prema ukupnoj aktivi je izuzetno niska upravo zbog tako nepovoljne strukture izvora i plasmana banaka. Neto prihod od kamate u ukupnom prihodu učestvuje sa svega 0,6%, a prihod od naplaćene kamate u ukupnim prihodima 1,28%. Odnos profita (koga nema) prema svim agregatima u navedenom pregledu je negativan.

Stepen rizičnosti aktive penje se i do 80%, dok je učešće kamatonosne aktive u kamatonosnoj pasivi sve niže, a sada se kreće oko 75,2%. Mogu li banke ubuduće pokrivati svoje kamate i druge rashode prihodima od kamata i drugih usluga? Teško je to očekivati.

U pogledu ukupnih performansi poslovne politike banaka sve ukazuje na činjenicu da će u postojećim uslovima i ograničenjima (o čemu je prethodno bilo reči), bez veće kreditne podrške Centralne banke praćene rekonstrukcijom finansijskog sistema (u funkciji jačanja depozita preduzeća i stanovništva), banke ulaziti u sve veće teškoće i otvoreni proces sve bržeg kumuliranja gubitaka. Nagli rast kamatnih stopa, za koje se neki "nedovoljno obavešteni" stalno zalažu, ne može banke izvući iz vrtloga troškova i blokade sredstava, ali ni ojačati depozitnu funkciju i štednju ostalih sektora (posebno sektora stanovništva) kod banaka.

4. OSNOVNE PERFORMANSE ZA VEĆU PROFITABILNOST I EFIKASNOST BANAKA

Bazične performanse poslovnog bankarstva u nas su potpuno analitički zapostavljene i operativno zanemarene u finansijskoj analizi bankarskog menadžmenta. Kad to ističemo imamo u vidu svakodnevno ignorisanje analize kapitala, analize profitabilnosti i analize likvidnosti.

U zapadnom tržišnom poslovnom bankarstvu razike između vrednosti aktive i obaveza u bilansima banaka određuje agregat bankarskog kapitala, koji treba da raste uporedo s rastom banke. Kapital se stavlja u funkciju održavanja potrebnog odnosa između obima aktivnosti banke i nivoa pokrića očekivanog bankarskog rizika. Zbog toga je važan nivo osnivačkog kapitala kod osnivanja novih poslovnih banaka.

U razvijenim privedama tržišni tip poslovne banke izuzetno respektuje proces usklađenog rasta kapitalnih fondova, koji se efektivno javlja kao proces kapitalizacije. Koeficijent bankarskog kapitala često izražava tzv. subordinirane obaveze. To se uzima iz razloga što su depozitni i kreditni izvori sredstava po pravilu prioritetne obaveze.

Globalizacija bankarskog poslovanja nametnula je imperative koordinacije u standardizovanju bilansnih kategorija, bilansnog izveštaja i determinisanja stopa kapitalizacije. Pri tome se kapital definiše kao nedugovni i visokotroškovni

resurs banaka koji je investiran u održavanje visokog stepena poverenja u poslovnost i sigurnost banke. Bankari kod nas treba da to shvate, jer logično shvataju da je stopa kapitala (fondova) sekundarni indikator (a da je stopa prinosa ili rentabilnosti primarni indikator) finansijske snage banke.

U novijoj bankarskoj teoriji i praksi poznate su tri bazične funkcije kapitala, i to: 1) Funkcija zaštite depozitara, 2) Regulativna funkcija i 3) Minimalni standard za oslikavanje banke i statusa banke. Zaštita depozitara implicira obezbeđenje određenog stepena solventnosti banaka i garancija da se svi depozitari, po definiciji, namire u svakom kriznom momentu banke. Depozitari, dakle, očekuju svoja sredstva u svakom trenutku. Institucije osiguranja depozita doduše relativizuju zaštitnu funkciju depozitara, pod uslovom da garantuju punu isplatu usluga u slučaju gašenja banke. I to naši bankari treba da nauče! Poslovna banka treba da je sposobna i da apsorbuje neočekivane gubitke i da pri tome normalno obavlja svoje poslovne funkcije. To poslovna banka čini putem održavanja zadovoljavajuće margine kapitala, koja štiti banku od tržišnih šova. Ali, moderni bankari znaju i to da se permanentna stabilnost i fleksibilna ravnoteža održavaju i putem politike racionalne i efikasne upotrebe kapitala, koji se u procesu alokacije čuva od erozije i topljenja. Konačno, regulativna funkcija kapitalnih fondova poslovnih banaka inkorporira institucionalno determinisanje minimalnog standarda za osnivanje i utvrđivanje ekonomskog statusa banke, što je od posebne važnosti za određivanje jediničnih relacija bankarskih plasmana i kredita. U osnovi, radi se o tzv. Bankarskom leveridžu (leverage) koji reflektuje recipročnu vrednost stope kapitala banke. Domaće banke po pravilu ne vođe računa o izvorima formiranja kapitalnih fondova, bez obzira da li se radi o internim izvorima (koji se odnose na ostvarene prihode umanjenih za isplaćene dividende) ili o eksternim izvorima (koji inkorporiraju sve oblike tržišnog privlačenja kapitala). To bi praktično značilo da svaka banka koja želi da vodi većoj stopi poslovne ekspanzlije mora strogo voditi računa o većem stepenu kapitala koji se predominantno formira iz internih izvora, uz komplementarno jačanje mehanizma tržišne mobilizacije kapitala. Naše banke su gotovo svoj celokupan neto ostvareni dohodak prelile (da li namerno) svojira osnivačima zbog čega je naglo presečen rast banke. Fondovi su pali ispod svake kritične tačke koja ne obezbeđuje čak ni minimalnu sigurnost poslovnog sistema same banke. Sistemom destimulacije odliva koji direktno pojavača rast kapitala banke. Konačno, banke u nas su izgubile status "bankarske industrije", posebno zbog niske stope kapitalizacije – koja je osnovni indikator stvarne efikasnosti banaka u tržišnoj privredi.

GLAVA DEVETA

MENADŽMENT AKTIVE I PASIVE BANKE

1. MEHANIZAM I POLITIKA UPRAVLJANJA AKTIVOM I PASIVOM

A. Poslovna politika banaka mada zasnovana na osnovnim principima bankarskog poslovanja (likvidnost, rentabilnost, poslovnost i efikasnost) redovno je odraz ukupne politike sredstava i plasmana svake banke. To je, dakle, odraz ukupne poslovne politike. Vođenje poslovne politike banke, njen kvalitet, strukturna politika, oblici i dugoročnost plasmana, usklađivanje izvora sredstava i plasmana (njihovog kvaliteta i ročnosti) ima direktan odraz na likvidnost banke i stanje i kolebanje likvidnih sredstava. Politika likvidnosti banke je direktan rezultat ukupne politike formiranja finansijskog potencijala u bilansu banke, a s druge strane politike plasmana i drugih oblika angažovanja sredstava. Banke u poslovnoj politici moraju nastojati da usklađe sledeće agregatne odnose:

1. Ponašanje i dinamiku promena (i tendencije promena) ukupne aktive i pasive u bilansu banke,
2. Promene i dinamiku promema u strukturi izvora sredstava i odgovarajućih plasmana,
3. Dinamiku pravila i odliva sredstava, kako po ročnosti sredstava, kamatnom opterećenju, tako i visini i raspoloživosti,
4. Opterećenost aktive nenaplativim plasmanima i tzv. kontaminiranom aktivom (koja blokira poslovnu politiku banke i redovno ugrožava njenu likvidnost),
5. Visinu i strukturu kamatnog opterećenja sredstava (izvora u bilansu banke) i prihode od plasmana (aktiva)
6. Odnos kapitala i ukupne aktive, odnosno odnos kapitala i kamatonosne aktive,
7. Odnos sopstvenog kapitala banke (akcionarski kapital i rezerve) i ukupnih izvora sredstava, a posebno prema kamatonosnoj pasivi,
8. Odnos nenaplativih plasmana prema sopstvenom kapitalu banke,
9. Učešće sredstava centralne banke i međubankarskih kredita u ukupnim izvorima sredstava,
10. Učešće mase sredstava zahvaćene obaveznom rezervom i rezervom likvidnosti u ukupnim depozitima, ali i u kreditima kod centralne banke,
11. Struktura i učešće deviznog dela u bilansu banke i učešće domaćih novčanih holdinga,

12. Struktura glavnih korisnika kredita (veliki korisnici) i njihovo učešće u ukupnim plasmanima i dr.

Sagledavanje takvih odnosa u bilansu banke omogućava rukovodstvu (menadžmentu) banke da zacrta osnove poslovne i kreditne politike, da vrši odgovarajuću politiku plasmana, restrukturisanje kredita i depozita, politiku kamate i profita, da vrši preorijentaciju (ako je potrebna) u poslovnoj politici sa sektora stanovništva na privredu ili obrnuto, da osigurava priliv stranog kapitala (zaduživanje u inostranstvu), veće zaduživanje kod centralne banke i ulazak u poslove koji se posebno stimulišu kroz monetarnu politiku centralne banke i dr.

Stvarno sagledavanje stanja li odnosa u bilansu banke u stvari znači i nužnost upravljanja ukupnom aktivom i pasivom u bilansu banke, jer zbog brojnih prelivanja unutar bilansa javljaju se brojni međusobno povezani efekti (koje treba držati pod kontrolom). Tako npr. kada banka odobri preduzeću kredit za određene namene, kredit se prebacuje na žiro račun korisnika kredita. Taj žiro račun može biti kod iste banke (što istovremeno povećava depozite u bilansu banke i otvara svojevrsni proces mikrokreditne multiplikacije u okviru jedne banke), a može biti i kod druge banke – kada se javlja odliv sredstava u visini odobrenog (i iskorištenog) kredita. Prvi oblik održava likvidnost banke, drugi je slabi. Drugi oblik (odliv) predstavlja osnov za razvijanje procesa mikrokreditne multiplikacije u okviru celokupnog bankarskog sistema. O ovom problemu šire raspravljamo na drugom mestu u ovom radu.

Koncepcija upravljanja aktivom i pasivom banaka, (Asset and Liability Management–ALM) dobila je vrlo široku primenu u razvijenim privredama (bankarstvu razvijenih ekonomija).

Koncepcija se svodi na kratkoročno upravljanje i operativno izvođenje optimalne politike kombinovanja delova i ukupne strukture aktive i pasive banaka.

Deregulacijom finansijskog sektora i sve većom konkurencijom među bankama na finansijskom tržištu, primorava banke da vrlo brzo vrše često potpunu prekompoziciju ukupne aktive i pasive, da bi se održalo u konkretnoj borbi i ostvario profit, odnosno sačuvao rejting banke.

Menadžment aktive banke zahteva jasno i precizno procenjivanje svih bilansnih pozicija aktive. Bilansne pozicije se procenjuju na bazi sledećih načela (EEZ/EU):

1. Stalnosti oblika angažovanja dela aktive,
2. Opreznost u proceni ponašanja i reagovanja pozicija aktive,
3. Doslednost u proceni,
4. Načelo uzročnosti pozicija aktive,
5. Načelo pojedinačnog procenjivanja stvari, prava i potraživanja,
6. Načelo kontinuiteta (vremenska povezanost i ponašanje pozicija bilansa banaka).

Aktiva banke se uglavnom sastoji iz sledećih delova:

- Neaktivna aktiva,

- Transakcije na novčanom tržištu,
- Transakcije na tržištu kapitala,
- Transakcije na terminskom i tržište kapitala[616]

Neaktivna aktiva u bilansu banke kreće se od 3% u Japanu, do 14% u Francuskoj.

Neaktivna aktiva za menadžment banke predstavlja najveću neizvesnost kako u ponašanju tako i formiranju, jer je eksterno određena (zavisi od monetarne i javne vlasti, dakle izvan uticaja banke). Osnovni delovi neaktivne aktive su: 1) Beskamatni plasmani, 2) Obavezna rezerva banke i 3) Gotovina u kasi.

Beskamatni plasmani predstavljaju angažovanje sredstava preko kojih banke ne ostvaruju prihod ili je prihod mali (za pokriće troškova). Ovi plasmani su najčešće rezultat određene monetarne politike Centralne banke ili politike razvoja države.

Obavezne rezerve kao instrument monetarne regulacije centralne banke (na drugom mestu ovaj instrument šire prikazujemo)[617] predstavlja "blokiranje" dela potencijala banke. Uglavnom je niskokamatna ili beskamatna, te predstavlja opterećenje bilansa banke, uglavnom zavisi od stope obaveze rezerve (koju određuje Centralna banka) i strukture i visine depozita koji ulaze u njenu osnovicu.

Gotovina u kasi je gotovina kojom raspolaže banka za isplate u toku dana (blagajna i trezor). Povećanje gotovine predstavlja smanjenje depozitnog potencijala banke i sužavanja mogućnosti za povećanje plasmana u privredi.

Menadžment banke mora jasno da odredi optimalnu zonu gotovine, pri čemu ne sme da se ugrozi gotovinska sposobnost banke (smanjenje depozita, porast troškova poslovanja, smanjenje prihoda, pad profitabilnosti).

2)Transakcije na novčanom tržištu omogućavaju menadžmentu banke da elastično upravlja aktivom u celini, ali i bolje povezivanje (funkcionalno) aktivom i pasivom bilansa banke. Novčano tržište uglavnom obuhvata niz užih tržišta, kao: eskontno tržište, lombardno tržište, devizno tržište, tržište hartija od vrednosti (kratkoročno i dugoročno), tržište žiralnog novca, kreditno tržište.

Efikasno upravljanje aktivom podrazumeva da menadžment banke prati navedena tržišta i vrši efikasno kombinovanje (transformaciju) pojedinih oblika plasmana i izvora sredstava preko navedenih tržišta.

Transakcije na tržištu kapitala ili kapitalne transakcije uglavnom se odnose na kupovinu i prodaju dugoročnih efekata. Osnovni izvor sredstava na tržištu kapitala je štednja. Na tržištu kapitala mogu se javiti dva oblika: a) zajmovni kapital i b) akcijski kapital. Zajmovni kapital može imati tri oblika: 1) Investicioni kredit, 2) Hipotekami kredit i 3) Dugoročni zajam.

Transakcije na spekulativnim i terminskim tržištima. Ove operacije banaka predstavljaju uglavnom čest obligacioni odnos između kupaca i prodavaca, uz posredovanje banke.

---

[616] Dr N. Vunjak, Finansijski menadžment, Ekonomski fakultet, Subotica, 1994, str. 626.
[617] Dr S. Komazec, dr J. Kovač, Dr Ž. Ristić, Bankarski menadžment, izd. ABC „GLAS", Beograd, 1993.

Berzanski špekulativni poslovi su poslovi na terminski rok i imaju kao krajnji cilj špekulativnu radnju ili od strane klijenta banke ili od strane poslovne banke radi ostvarivanja zarade u visini razlike između dva kursa. Špekulativna radnja se sprovodi između dva pravna subjekta: emitenta deonica i kupca deonica. Međutim, ukoliko se kurs deonice smanji tada se poslovne banke uključuju u špekulativno tržište, odobravaju kredite kupcu deonica uz zalogu kupljenih deonica sa mogućnošću da iste prodaju ukoliko kupac deonica ne može na vreme da vrati kredit poslovnoj banci. I kod ove grupe poslova postoje široki prostori za aktivno delovanje menadžmenta poslovne banke. Treba reći, da poslovi na terminskom tržištu i špekulativnom tržištu nisu nezakoniti poslovi, da se isti moraju obavljati saglasno pozitivnim zakonskim propisima i da isti mogu doneti značajan dodatni prihod poslovnoj banci.

Menadžment poslovne banke može kvalitetno upravljati sa aktivom svoje poslovne banke, ukoliko dobro poznaje neaktivnu aktivu, transakcije na novčanom tržištu, transakcije na tržištu kapitala i transakcije na terminskom i špekulativnom tržištu.[618]

Položaju mnogih banaka na finansijskim tržištima su fiksni, to znači da neke banke ostaju neto poverioci, a neke neto dužnici. Ali sve banke mogu koristiti tržišta da bi u kratkom roku prilagodile aktive i pasive. To je jedan deo ALM, kom se obično poklanja puno pažnje. Za banke koje posluju na većem broju tržišta, moguća je arbitraža među različitim tržištima, ili u okviru jednog tržišta, tako da je moguće promeniti strukturu aktive i pasive da bi se iskoristile očekivane promene kamatnih stopa. Međutim, poslovanje tekućim aktivama (suprotno od fiučersa) uvećava zbir bilansa i nameće više zahteve za kapitalom. Zbog toga, mnoge banke umanjuju transakcije na kratkoročnim tržištima u odnosu na ranije godine.[619]

U novije vreme, sve je veća upotreba fjučers tržišta. U principu, može se reći da je razvoj novih finansijskih tržišta promenilo bankarstvo. Banke sada imaju veći prostor za kratkoročne varijacije bilansa no ikad ranije. One mogu reagovati svakodnevno, pa čak iz sata u sat, na promenu u okruženju (kako ekonomskom, tako i bankarskom) kupovinom ili prodajom aktiva i promenom vrste finansiranja.

Nekvalitetna potraživanja banaka utiču na ALM tako što "zamrzavaju" aktive i konvertuju kratkoročna u dugoročna potraživanja. Ne ostvaruju se očekivani novčani troškovi i to utiče na likvidnost. Ako je učešće takvih potraživanja izuzetno visoko to će pogoršati kreditnu sposobnost banke – banka će teže i po višim cenama morati nabavljati izvore sredstava. To se čak može desiti i bankama koje trenutno nemaju tako visoko učešće loših potraživanja, ali za koje se zna da su odobrile veće kredite industrijskim granama ili preduzećima na određenom području gde se očekuju problemi u budućnosti. Sve to može uticati na kreditnu sposobnost banke, ali i na njenu sposobnost da upravlja pasivama.

---

[618] Dr N. Vunjak, op. cit., str. 632.

[619] Vidi šire: Dr M. Ćirović, Bankarski menadžment, Ekonomski institut, Beograd, 1995, str. 45– 60.

Iskustvo iz ranih osamdesetih godina ukazuje na značaj kreditnog rizika za ALM. Mnoge banke, u raznim zemljama, su pogođene gubicima i potrebom za reprogramiranjem kredita na domaćem i međunarodnim tržištima. U većini slučajeva, do pogoršanja problema je došlo zbog nedovoljne diversifikacije kreditnog portfolia.

B. Menadžment pasive i njena kompozicija su pretpostavke za efikasno upravljanje aktivom banke. Pasiva banke je komponovana od sledećih delova:

- Podbilans sopstvenih izvora sredstava,
- Podbilans tuđih (pozajmljenih) sredstava,
- Podbilans komisionih (neutralnih) poslova i sredstava.

Dok je osnovni cilj efikasnog upravljanja aktivom racionalan i efikasan plasman u cilju ostvarenja što većeg profita banke (i drugih efekata u privredi, kod korisnika kredita i usluga banaka) kod upravljanja pasivom je osnovni cilj pribavljanje što jeftinijih sredstava i formiranje takve kompozicije sredstava u bilansu banke koji će osigurati vođenje odgovarajuće optimalne likvidnosti.

Osnovno je kod upravljanja sredstvima (pasivom) banke odrediti kompoziciju (visinu) akcijskog kapitala. Stoga treba praviti razliku između akcijskog i akcionarskog kapitala. Akcijski kapital obuhvata ukupan iznos kapitala formiran preko emisije hartija od vrednosti i plasmana acija. Akcijski kapital predstavlja samo osnivački kapital, koji je vlasništvo akcionara banke.

Akcijski kapital pored osnivačkog (akcionarskog) sadrži i kapital banke u obliku rezervi. Rezerve su vlasništvo banke. Osnivački kapital se može osigurati i preko nenovčanog oblika i u obliku hartija od vrednosti (akcije, obveznice, certifikati). Osnivački kapital banke se ne može povlačiti. Menadžmenru banke je jasno da se osnivačke akcije kotiraju na berzi efekata i da se nalaze u procesu kupovine i prodaje između akcionara. Deo pasive koji se odnosi na rezerve banke, poznato je, akcionarska banka ne donosi direktno, zbog čega se menadžment banke lakše odlučuje na akcijski kapital (cena kapitala, raspolaganje, prinos, raspodela priliva na kapital i dr.).

Upravljanje strukturom sredstava pasive kako zbog raspoloživosti sredstava, likvidnosti, sigurnosti u poslovanju, stabilnosti izvora sredstava, profitabilnosti, odgovornosti za rad i uspeh banke i dr. menadžmentu treba da omogući sledeće:

1. Održavanje optimalne ravnoteže između akcijskog i akcionarskog kapitala,
2. Diversifikaciju rizika ulaganja u kapital,
3. Stopu razvoja i samostalnost banke,
4. Stepen zaduženosti preduzeća kod banaka,
5. Kotaciju sopstvenih akcija,
6. Formiranje odnosa na finansijskom tržištu (ponuda i tražnja efekata).

Poslovna politika banke nastoji da poveća rezerve banke čime se stvara veća mogućnost i stabilnost banke i lakše upravljanje bankom. Nasuprot tome,

težnja akcionara je da ostvare što veću dividendu i na štetu rezervi. Povećanje rezervi banke stvara jeftinije izvore sredstava, a time i aktivu banke (plasmane).

Pozajmljena (tuđa) sredstva u pasivi bilansa banke predstavljaju određenu obavezu banke prema vlasnicima sredstava. Sredstva se sastoje iz dugoročnih i kratkoročnih oblika depozita (izvora), kao i dinarskog i deviznog porekla. Menadžment banke mora u poslovnoj politici nastojati da uspostavi optimalnu kompoziciju sopstvenih i tuđih sredstava, čime se rizik nelikvidnosti svodi na minimum, ali i omogućava kvalitetnija i efikasnija kreditna politika i upravljanje kreditnim rizikom, odnosno bolje mogućnosti za račun transformacija sredstava banke. Time se omogućava i ublažavanje suprotnosti u poslovnoj strategiji banke između principa likvidnosti i principa rentabilnosti. Upravljanje pasivom (izvorima) menadžment banka mora da osigura istovremeno ostvarivanje i načela rentabilnosti i likvidnosti. Dominacija profitabilnosti često banku odvodi u zonu trajnije nelikvidnosti (preterano kreditiranje).

Upravljanje tuđim sredstvima mora biti u funkciji optimalnog finansiranja depozitnog novca, štednje stanovništva i drugih sektora i deviznih sredstava, odnosno korišćenih kredita kod drugih finansijskih organizacija. Tuđa (pozajmljena) sredstva nastoje se osigurati pod najpovoljnijim uslovima, posebno u pogledu cene sredstava, roka korišćenja, potrebnog osiguranja, vezivanja sredstava za namene i dr. Menadžment sredstava pozajmljivanju pristupa u nekoliko tipičnih slučajeva:

- Zbog pada depozita i drugih sredstava bankc (neočekivano i neplanirano), što ugrožava likvidnost banke,
- Zbog ulaska u nova ulaganja, pri čemu je potreban novi oslonac na pozajmljena sredstva,
- Zbog orijentacije monetarne politike na restrikciju novca i kredita i teškoća pribavljanja "normalnih" sredstava,
- Zbog povoljnijih odnosa na finansijskom tržištu, pri čemu se relativno povoljno dolazi do potrebnih sredstava,
- Zbog većih zajedničkih ulaganja više banaka,
- Zbog izostanka očekivanog priliva sredstava iz već izvršenih plasmana i dr.

Bankarska teorija ne poznaje univerzalni princip prikupljanja i plasiranja sredstava, što znači da menadžment svake banke mora razviti sopstvenu strategiju formiranja, plasiranja, oplodnje i konverzije sredstava. Naravno, pri tome mora imati u vidu prirodu (izvor) sredstava, ročnost, opterećenje kamatama i drugim troškovima (planiranje, izdvajanje obavezne rezerve, rezerve likvidnosti, zakonsko blokiranje sredstava, delovanje mera monetarne politike na sredstva i dr.), da bi se mogla vršiti odgovarajuća politika kombinovanja strukture sredstava i dr. Iz navedenog proističe celokupna politika upravljanja sredstvima (pasivom), plasmanima (aktivom) banaka.

Evropski standardi su formirani na sledećoj strukturi sredstava banaka: eskontno tržište 8%, lombardno tržište 9%, tržište žiralnog novca 10%, tržište har-

tija od vrednosti 12%, kreditno tržište 7%. To znači da oko 46% pasive banaka otpada na novčano tržište.[620] Poseban deo pasive banaka odnosi se na različite oblike komisionih izvora sredstava. Banka ovde istupa kao komisionar, pri čemu obavlja za tuđ račun, a u svoje ime. Šire o ovim sredstvima raspravljamo na drugom mestu.

Integralno upravljanje svim aktivama, pasivama, uslovnim obavezama i rizicima odgovor je banaka na sve veće i brojne razlike u poslovanju koji proizilaze iz sve složenijih uslova u kojima banke posluju i velikih kratkoročnih promena na finansijskim tržištima. "Vođenje i primena ALM dovodi do stvaranja fleksibilnih bankarskih struktura koje su u stanju da se brže prilagođavaju promenjenim uslovima na finansijskom tržištu, kao i da brže daju odgovore na strukturne promene koje nastaju na strani ponude i tražnje za finansijskim ulaganjima".[621]

2. EFEKTI MENADŽMENTA AKTIVE I PASIVE BANAKA

2.1. Efekti upravljanja aktivom i pasivom na bankarsko poslovanje

Prihvatanje ALM pristupa, podrazumeva integrisan pristup bilansnim i vanbilansnim bankarskim poslovima. Banke moraju procenjivati različite kategorije kredita koje odobravaju i različite izvore sredstava koje pribavljaju u smislu: koliko su u skladu sa drugim, postojećim i potencijalnim, poslovima, ali i sa rizicima u poslovanju. U velikim bankama, ALM–om se bave odbori (komiteti) na visokim nivoima, koji mogu imati različite nazive: AKOM (Komitet za upravljanje aktivom i pasivom) ili Treasury odbor; u manjim bankama, tim poslovima se bavi Upravni odbor. Velike banke, koje su dosta geografski razuđene organizuju pojedine filijale ili podružnice kao nezavisne centre za donošenje odluka, koje same određuju svoj ALM.

ALM nameće velike potrebe za informacijama u sve složenijoj bankarskoj strukturi i vrlo razuđenim bankarskim instrumentima. Međutim, aktive i pasive se stalno menjaju. Promene mogu biti aktivne i pasivne. Pasivne promene su promene u bilansu koje nastaju čak i kad nema novih poslova: kada se skraćuju rokovi dospelosti, kada se menjaju kamate – kojima su referentne kamate sa tržišta, kada se menja vrednost stranih valuta, itd. Aktivne promene bilansa su prouzrokovane novim poslovima, jer će banke – poslujući na tržištima i sa klijentima – stalno nabavljati nove aktive i pasive, ili će raspolagati i modifikovati postojeće. Potrebe za informacijama su sve veće, kako banke diversifikuju izvore sredstava i njihovu upotrebu. Postoji dvosmerni odnos između ALM i informacione tehnologije: bolja tehnologija omogućava bankama da lakše posluju većim izborom

[620] Dr Vunjak, op. cit., str. 634.
[621] Dr M. Ćirović, isto, str. 58.

aktiva i pasiva, koje dobija od široko diversifikovane mreže filijala; a sa druge strane, želja za aktivnijim ALM stimuliše investicije banaka u visoko razvijenu mikroelektronsku opremu. ALM stvara nove, dodatne podsticaje automatizovanja i modernizovanja bankarstva. Primenom ALM–a se bave različiti organizacioni delovi banaka.

Upravljanje pasivom ima veliki uticaj na razvoj finansijskih tržišta. Razvoj novih finansijskih tržišta podstiče banke da otvaraju filijale u glavnim finansijskim centrima, da bi razvijale odnose sa drugim bankama, bile u toku sa tekućim promenama i novim idejama, sve u cilju poboljšanja svojih kreditnih sposobnosti i profitabilnosti. Menadžment pasivom bio je i značajan faktor internacionalizacije bankarstva. Ne postoje automatska prava banaka da pozajmljuju izvore sredstava sa finansijskih tržišta. Sve banke, mogu privlačiti izvore sve dok održavaju svoj položaj ili kreditnu sposobnost u odnosu na druge banke i velike nebankarske poverioce sredstava. Menadžment pasivom čini banku ranjivom na svaki objavljeni gubitak, loš novinski članak ili nepovoljnu vest, koji utiču na položaj banke na tržištu. Bankarstvo se uvek zasniva na uspostavljanju i očuvanju poverenja. Ako toga nema – dolazi do odliva depozita po viđenju (ako nisu u potpunosti zaštićeni depozitnim osiguranjem) i oročenih depozita. Sve veći značaj koji se pridaje kreditnom riziku i svest o potencijalnoj opasnosti doprinose usmeravanju menadžmenta aktivom i pasivpru ka većoj brizi o: 1) Kvalitetu aktive; 2) Profitabilnosti i 3) Kapitalu.

Dolazi do promene u pristupu upravljanja aktivom. Sve je prisutnija ideja da je većina – ako ne i cela aktiva – utrživa. Ove promene se mogu posmatrati kao bazične za finansije, uopšte: sve je značajnije tržište hartija od vrednosti koje emituju privreda i država (security markets), kao izvora aktiva i pasiva (sekjuritizacija). Razvoj tržišta vrednosnih papira, naročito kratkoročnih, poboljšava likvidnost takvih aktiva, olakšava njihovu emisiju i čini ih atraktivnijim za investitore.

Komercijalne banke su vrlo usko vezane za takva tržišta. Prvo, same banke žele da drže više prenosivih aktiva i da se više finansiraju emisijom obveznica sa varijabilnom kamatom i drugih tržišnih instrumenata. Drugo, banke obezbeđuju back–up pogodnosti kod plasmana kratkoročnih papira, čak i u slučaju neosiguranih papira, tako da omogućuju stalni pristup investitorima i dužnicima bankarskim sredstvima, koja im obezbeđuju likvidnost.

Konačan rezultat je: integracija finansijskog sektora i još veća raznolikost među bankarskim aktivama i pasivama – kako bilansnim, tako i vanbilansnim. To proizvodi veću potrebu za uspostavljanjem efikasnog i pouzdanog sistema monitoringa i kontrole svih bankarskih aktivnosti – sa stanovišta rizika koje izazivaju i profita koje donose.

2.2. Efekti ALM na rizike i profit

Upravljanje aktivom i pasivom kao nova poslovna filosofija nije statičan pristup, on se menja tokom vremena. Teško je stoga sa sigurnošću utvrditi da li ALM uvećava rizike vezane za bankarstvo. Takve procene uglavnom zavise od ciljeva i metoda ALM svake banke posebno. U vreme kada je uvećanje bilansa bio primarni cilj (tokom 1960–ih i 1970–ih godina), a menadžment pasive sredstvo, bilo je mesta za raspravu o povećanju rizika koji je taj pristup prouzrokovao. Danas, kada je profitabilnost ponovo neposredni cilj, za većinu banaka, kada je najveća pažnja usmerena na poboljšanje kvaliteta aktive i postizanje pouzdanijih izvora finansiranja, sve se više veruje da su rizici bolje disperizirani (lokalozovani). Koncept ALM–a u velikoj meri se oslanja na stalno poslovanje na kratkoročnim tržištima – što se smatra rizičnijim. To mora da obuhvati nekoliko oblasti savremenog bankarstva:

1. Postoji opšta opasnost od menadžmenta pasivom o kojoj smo i ranije govoritili tj. rizik kojem je izložena svaka banka od mogućnosti gubitka svog položaja na finansijskim tržištima, kada bi bila u situaciji da ne može doći do potrebnih sredstava: (1) Kroz smanjenu zavisnost od kratkoročnog finansiranja, (2) Kroz diversifikaciju izvora uzimanja pozajmica ili (3) Korišćenjem nepozivih kreditnih linija.
2. Prisutan je problem međuzavisnosti na nacionalnoni i međunarodnom nivou. Sa tako velikim obimom međubankarskog odobravanja i primanja kredita (koji su neosigurani, za razliku od komercijalnog kreditiranja), postoji mogućnost da problemi u jednoj banci izazovu gubitke u drugim bankama, a u najgorem slučaju – kao domino efekta – da banke među sobom nasleduju kolapse poslovanja. Problem je još ozbiljniji, jer ne primenjuju samo banke ALM; danas druge finansijske institucije i velike nefinansijske kompanije izdvajaju značajna sredstva za upravljanje kratkoročnim sredstvima i izvorima sredstava; one mogu vrlo brzo povući novac od dužnika, ako sumnjaju u njihovu kreditnu sposobnost.
3. Želja za boljim upravljanjm aktivom i pasivom, tj. želja za boljom kontrolom određenih rizika, bila je važan faktor kod brzog razvoja finansijskih inovacija poslednjih godina. To je jedan od razloga što su banke razvile poslove sa valutnim i kamatnim svopovima, FRAS, finansijskim fjučersima i opcijama. Nastoji da se odvoje kamatni i valutni rizik od kreditnog rizika, da bi mogle da osiguraju, neutrališu ili na drugi način upravljaju prvim rizicima – nezavisno od drugih. Međutim, to sa sobom nosi i nove opasnosti – naročito kod novih finansijskih instrumenata kod kojih nema prethodnog iskustva i kojima se cena neće određivati u skladu sa rizicima koji su tu prisutni i to, iz razloga, što bankari ne mogu predviđeti sve rizike koji su tu uključeni.[622]

Sposobnost banke da posluje na tržištima nije automatska: za svako novo tržište, banka mora da kreira neophodne unutrašnje kapacitete menadžrnenta i

[622] Harrington, R., Asset and Liability by Banks, OECD, Paris, 1987, str. 132.

mora da učvrsti spoljni položaj banke – kao tržišnog učesnika sa kojim vredi sklapati poslove. Iako banka ulaže velike napore osvajanjem novih tržišta, normalno je da će želeti da ostvari one obime poslova koji će opravdati ta ulaganja. Konkurencija na novim tržištima je oštra, a marže niže. Skorija iskustva u vezi međunarodnog bankarskog odobravanja kredita su primer kako stvari mogu krenuti nizbrdo: taj vid kreditiranja se naglo razvijao tokom 1960–ih i 1970–ih godina i mnoge banke su želele da zauzmu ili poboljšaju svoje učešće na tom tržištu, što je pooštrilo konkurenciju i smanjilo marže. Vremenom, problem dugova – početkom osamdesetih godina – ukazuje na to da su tako male marže nedovoljne da pokriju rizike koji su tu bili prisutni. Rizici poslovanja na novim tržištima različito pogadaju različite banke. Obično slabije banke moraju da prave više ustupaka vezanih za cene tj., za rizike koje prihvataju, da bi mogle da zauzmu određeni položaj na novim tržištima. One su voljne da plaćaju više kamate za depozite, nego njihovi veći i jači konkurenti.[623]

Profesionalni menadžment bankom se može unaprediti samo sistematskim ALM–om i praćenjem različitih neusklađenosti (rokova, kamata i valuta). Rizici su postali određeniji, a menadžment je postao svesniji tih razlika. Uprkos tome, nove promene, uz aktivan menadžment tih bilansa, izazvaće probleme u dužem roku. Pored problema nedovoljne adekvatnosti tih bilansa, izazvaće probleme u dužem roku. Pored problema nedovoljne adekvatnosti marži u dugom roku, postoji rizik za čitav bankarski sistem koji proizilazi iz vanbilansnog poslovanja. Rizik je u tome što će, u vreme tenzija i nestabilnosti na finansijskim tržištima – kada presahnu nebankarski izvori sredstava, banke – u velikoj meri – morati da ispunjavaju obaveze vezane za obezbeđenje sredstava svojim klijentima.

Mimo toga, teško je izvući generalni stav o uticaju ALM na profitabilnost banke. Očigledno je da će više profita ostvariti banke koje su uspešnije u ALM (upravljanju aktivom i pasivom), od onih banaka koje to nisu. Međutim, to važi i za svaku drugu funkciju menadžmenta. U dugom roku, visina profita u bankarskom sektoru će zavisiti od mnogo faktora: naročito od pritiska konkurencije i sposobnosti banaka da dobro definišu svoje profitne ciljeve i da posluju na minimalnim kamatnim maržama. Konačno, ti faktori utiču i na ALM banke i to u većoj meri nego što ALM utiče na profitabilnost. Ako se uzme u obzir varijabilnost profita tokom vremena, može se očekivati da ALM umanji ciklična kretanja profitabilnosti.[624]

2.3. Efekti upravljanja aktivom i pasivom (ALM) na efikasnost banaka

Moderna ekonomija teško može uspešno funkcionisati bez dobrog bankarskog sistema. Od njega se očekuje da obezbeđi kreditiranje po različitim uslovima i za različite svrhe. To kreditiranje bi trebalo da bude u obimu koji zadovoljava:

[623] Harrington, R., op. cit., str. 133.
[624] Isto, str. 134.

potrebe za investiranjem u privatnoj industriji, u infrastrukturi i potrebe domaćinstva. Od banaka se očekuje da izadu u susret dužnicima koji imaju privremene teškoće kod isplate dugova, a u isto vreme od njih se očekuje da obezbeđe depozite koji su oslobođeni rizika i visoko likvidni. Od banaka se očekuje i da obezbede brz, siguran i relativno jeftin mehanizam plaćanja. Koliko su banke u stanju da izadu u susret ovoj tražnji i u kom obimu ALM doprinosi poboljšanju efikasnosti provizija i cena bankarskih usluga. Koncept ekonomske efikasnosti ima dosta različitih značenja. U odnosu na bankarski sistem, možemo govoriti o tri različita kriterija efikasnosti:[625]

a) Efikasnost proizvodnje ili cena bankarskog sistema – koje usluge proizvodi, po kojim cenama, u odnosu na resurse koje troši;

b) Efikasnost alokacija resursa u okviru ekonomije i kako na to utiču cene bankarskih usluga, naročito kamatnih stopa koje plaća za depozite i koje naplaćuje od kredita koje odobrava;

c) Dinamička efikasnost – koliko dobro i koliko brzo bankarski sistem odgovara na promene tražnje za bankarskim uslugama.

Kod proizvodne efikasnosti bankarstva, treba napomenuti da je 1970–ih godina postojala jaka tendencija rasta bankarskih poslova, usled velike ekspanzije mreža filijala i zbog naraslih troškova zaposlenosti. Nakon toga, banke su uspešnije kontrolisale troškove i u većini slučajeva, broj zaposlenih prestaje da raste (osamdesetih godina). Usvajanje ALM koncepta, samo po sebi, neće imati veći uticaj na troškove finansiranja; mada postoji skroman doprinos resursima banaka i klijenata, koji proističe iz ALM. To je posledica činjenice da su mnoge transakcije postale jednostavnije i automatske. Primer su automatske pogodnosti koje se odobravaju velikim preduzećima (klijentima banke), koje su vezane za kredite, devizna sredstva, i sl, a koje su moguće jer banke imaju pristup velikim i efikasnim tržištima, gde se brzo mogu refinansirati, ako je potrebno.

Kontroverzna je tvrdnja da ALM doprinosi boljoj alokativnoj efikasnosti čitave privrede. Može se navesti primer kada ono poboljšava efikasnost. ALM je vezano za sve manje korišćenje administrativno propisanih kamatnih stopa i za sve veću upotrebu tržišno određenih stopa; sve više su štediše nagrađene višim kamatnih stopama, dok su potencijalni dužnici suočeni sa kamatama koje su nešto niže, usled konkurentske borbe za retkim izvorima sredstava. Ovo sve pod uslovom da je nivo kamata određilo tržište koje dobro funkcioniše. Tada će banke obezbeđivati bolju ponudu i alokaciju štednje i investicija. Pozitivan uticaj ALM je u tome što omogućuje razvoj vrlo aktivnih tržišta od kojih se može očekivati da solidno vrše funkciju određivanja cene. Povećanje broja i vrsta aktivnih finansijskih tržišta, na kojima ima mnogo učesnika, obezbeđuje brzo konvergenciju (približavanje) "tačnih" ili efikasnih cena. Ovaj stav su dugo osporavali oni koji su smatrali da spekulativni poslovi prouzrokuju varijabilnost na finansijskim tržištima, što nije u skladu sa privrednim kretanjem.

[625] Harrington, R., isto, str. 134.

Uticaj ALM na dinamičku efikasnost moguće je posmatrati na različite načine. Banke su proširile svoje izvore finansiranja, aktivne su na više finansijskih tržišta i redovno posluju sa više različitih valuta no do sada. To im omogućuje da klijentima ponude širi izbor usluga i da spremnije izlaze u susret njihovoj tražnji. Brz tempo finansijskih inovacija svedoči o dinamičkom sistemu koji lako prihvata promene. Međutim, postoji veliki uticaj i na razlike i profit – što smo obradili. Ali ako se banke koncentrišu na kratkoročne prednosti tržišta izvora sredstava, po cenu povećanja troškova u dugom roku, tada se ne mogu dinamičke promene izjednačiti sa efikasnošću.

2.4. Efekti ALM na monetarnu politiku

A. Brzi razvoj kratkoročnih finansijskih tržišta, porast internacionalizacije bankarstva i promene strukture bankarskih bilansa, naročito veći stepen usaglašavanja kamata, su zajedno uticali na funkcionisanje monetarne politike. Promene u ponašanju banaka menjaju kanale prenošenja monetarne politike, što utiče na to da monetarna politika više deluje preko cena, a manje kroz izričitu administrativnu kontrolu. Monetarne vlasti u mnogim zemljama utiču na ponudu bankarskih kredita:

a) Direktno – nametanjem kreditne kontrole;
b) Indirektno – preko uticaja na profltabilnost banaka.

Preorijentacija banaka sa aktiva po fiksnim stopama ka fleksibilnim stopama aktive, uticala je na smanjenu zavisnost njihovih profita od mera monetarne politike. Kreditna ograničenja su postala manje efikasna – jer se pojavljuju novi izvori sredstava, kako domaći, tako i strani. Preorijentacija na aktive po varijabilnim stopama (bilo izričito, ili kroz skraćenje rokova dospelosti) je bila posledica veće varijabilnosti kamata. To je bio jedan of faktora koji je omogućio Centralnim bankama da se više oslanjaju na cenovne efekte. Ali, ako usled odobravanja kredita po varijabilnim kamatama, banke prenose kreditni rizik na dužnike, onda se one mogu suočiti sa većim kreditnim rizicima.

Banke imaju sve širi prostor da prilagode aktive i pasive i sve su spremnije da tako posluju, što im omogućava da izbegavaju poslove kod kojih postoji obaveza izdvajanja rezervi, bilo tako što te poslove obavljaju u drugim zemljama ili van bilansa. Da ne bi podsticale ove trendove, neke Centralne banke smanjuju zahteve za izdvajanjem rezervi.

ALM značajno utiče na primenu monetarne politike, ali je ono ne čini manje efikasnom – niti će tako uticati na nju u budućnosti. Sve dok monetarne vlasti imaju u vidu kretanja kamatnih stopa (i kretanja koja se očekuju kod deviznih kurseva) kao i kontrolu mase novca u opticaju, one će moći da lakše i preciznije usmeravaju svoju politiku. Primena ALM u bankama i drugim finansijskim i nefinansijskim institucijama je, u nekim slučajevima, otežala procenu kratkoročne efikasnosti monetarne politike. U zemljama gde postoje sasvim odre-

đeni monetarni ciljev (targeti) usvaja se širi spektar ciljeva i tolerišu se veća kratkoročna odstupanja.

B. Razvoj ALM bitno utiče na superviziju nad bankama. Sve šira primena menadžmenta pasivom i veća diversifikacija izvora sredstava banaka, znači da su tradicionalni pokazatelji likvidnosti: gotovina i likvidne aktive postali neadekvatni. Međutim, gotovina i likvidne aktive se često koriste u dvostrukoj ulozi: 1) kao instrument monetarne politike i 2) kao sredstva kojima se obezbeđuje određeni stepen sigurnosti i likvidnosti pri raspolaganju bankarskom aktivom. Sve dinamičnija priroda menadžmenta banke i sve širi prostor za brze promene bilansa, dovode do toga da su ti statički pokazatelji sve manje adekvatni za potrebe supervizije. Iz tih razloga u nekim zemljama se odvajaju zahtevi koji bankama postavlja supervizija od zahteva monetarne politike.

Internacionalizacija bankarstva podstiče internacionalizaciju supervizije. Sve su češći kontakti i zajedničke akcije među nacionalnim supervizorskim institucijama.

Revizori (kontrolori) banaka imaju važnu ulogu kod obezbeđenja i čuvanja zdravih bankarskih standarda. U Nemačkoj je njihova dužnost proširena na formalne procene bančinih metoda monitoringa kamatnih rizika.[626] Tradicionalno, pravila poverljivosti sprečavaju revizore da obelodane svoja saznanja (sem kada prave formalni izveštaj za akcionare) trećoj strani, uključujući i supervizore u nekim zemljama. Smatra se da bi bilo od koristi dozvoliti kontakt i razmenu informacija među revizorima i supervizorima, uz mogućnost objavljivanja relevantnih informacija – kad postoje razlozi za zabrinutost u vezi zdravlja pojedinih banaka.

Potreba za kontrolom ALM od strane supervizije i revizora (do određenog stepena), proističe iz suštinske uloge ove funkcije u savremenom menadžmentu banke. Suština ALM je ograničenje i menadžment rizicima, iz čega sledi da: ako je ALM efikasan, postoji mala verovatnoća da će se banka suočiti sa krizom likvidnosti ili da će postati nesolventna. Ovo se može smatrati SAMOSTALNOM SUPERVIZIJOM. Naravno, sam ALM ne može zameniti zvaničnu akciju supervizije, niti može otkloniti potrebu za zvanično definisanim minimalnim standardima u oblastima kao što su: adekvatnost kapitala, koncentracija kredita i osnovni zahtevi za likvidnošću.

Jedni smatraju da od banaka treba tražiti da redovno objavljuju sve informacije o svom poslovanju i profitima. Smatraju da će na taj način biti otkriveno nesmotreno ponašanje i da će to uticati na položaj banke na tržištima i na cenu njenih akcija. Suprotno, smatra se da di bi obelodanjivanje takvih informacija u mnogim slučajevima pogoršalo probleme. Mnoge banke koje su doživele gubitke, i koje su pokrile te gubitke, možda ne bi opstale ako bi prevremeno obelodanjenje proizvelo panično povlačenje izvora sredstava i/ili gubitak pristupa na finansijska tržišta.

[626] Harrington, R., isto, str. 134–135.

GLAVA DESETA

POLITIKA LIKVIDNOSTI POSLOVNE BANKE

1. LIKVIDNOST BANKE KAO OSNOVNI PRINCIP POSLOVANJA

Iz duge prakse bankarskog poslovanja proizašla su određena načela i pravila ponašanja o kojima sve poslovne banke moraju posebno voditi računa. Mogu se izdvojiti sledeća tri načela bankarskog poslovnja ili kako se često nazivaju, zlatna pravila bankarskog poslovanja:

- Načelo likvidnosti
- Načelo solventnosti sredstava
- Načelo sigurnosti sredstava
- Načelo rentabilnosti – profitabilnosti efikasnosti

Uspeh poslovnih banaka u mnogome zavisi od toga koliko se pridržavaju ovih načela u svojoj poslovnoj politici i praksi.

(1) Prema načelu likvidnosti jedna poslovna banka se smatra likvidnom sve dok je sposobna da o rokovima dospeća izvršava sve svoje obaveze. To znači da je banka, pošto po pravilu posluje sa tuđim novčanim sredstvima, preuzela obavezu da će na vreme i pod unapred dogovorenim uslovima vratiti primljena sredstva i to bez ikakvog odlaganja. Kako je poverenje osnov odnosa između komitenata i banaka, banke moraju da se bore da održe to poverenje, a to će jedino postići neodložhim izmirenjem dospelih obaveza.

(2) Načelo solventnosti, sigurnosti i efikasnosti ulaganja sredstava ukazuje banci, odnosno njenom osoblju, koji uslovi moraju biti zadovoljeni prilikom razmatranja kreditnih zahteva klijenata kako banka ne bi ugrozila svoju stabilnost.

Načelo solventnosti zahteva ispitivanje opravdanosti kreditnog zahteva, odnosno ispitivanje sposobnosti dužnika da u celini izmiruje svoje dospele novčane obaveze. Utvrđena nesolventnost govori o nesposobnosti dužnika da izmiruje dospele novčane obaveze. Brojni faktori mogu da dovedu do nesolventnosti (poslovanje sa gubicima, proizvodnja mimo zahteva tržišta i dr.).

Sigurnost ulaganja znači da postoji mogućnost naplate svih potraživanja o roku, u obimu i na način predviđen ugovorom. Da bi se obezbeđila sigurnost obavezno je adekvatno proveravanje imovinske i poslovne situacije tražioca kod svakog odobravanja kredita. O sigurnosti plasmana stara se i zakon koji zahteva obezbeđenje odgovarajućih garancija za urednu otplatu kredita.

Konačno, efikasnost ulaganja zahteva uverenje da će plasman obezbeđiti optimalne rezultate, tj. očekivane efekte. Svaki uticaj sa strane koji ograničava

samostalnost banaka neminovno znači odstupanje od ovihnačela, što dovodi do nestabilnosti i nelikvidnosti banaka.

(3) Načelo rentabilnosti (profitabilnosti) proizilazi iz cilja banke koji se izražava u maksimiranju poslovnog rezultata. Znači da je u skladu sa načelom rentabilnosti svako upošljavanje sredstava koje doprinosi povećanju ukupnog rezultata. Ovo znači da će banka biti usmerena na prihvatanje tuđih sredstava sve dok je prinos koji ostvaruje angažovanjem tih sredstava veći od iznosa sredstava koji mora da plati zbog prihvatanja tih (tuđih) sredstava.

Moguć je sukob između pojedinih načela, a koje će se načelo naći u prvom planu zavisi od toga šta jedna banka smatra svojim primarnim ciljem. Dugo je ostvarenje što većeg profita smatrano glavnim načelom bankarskog poslovanja, da bi kasnije došlo do ublažavanja ovog stava i isticanja da se, posebno u bankarstvu, načelo profitabilnosti nikada ne sme suprotstaviti načelu likvidnosti i načelu sigurnosti plasmana. Razlog je sledeći, načelo likvidnosti zahteva da banka raspolaže većim likvidnim sredstvima koja ne odnose ili donose vrlo mali prinos, a načelo rentabilnosti zahteva veći stepen usposlenosti sredstava pa se može očekivati da će banka neminovno suočiti sa teškoćama u likvidnosti ukoliko bi načelo profitabilnosti imalo apsolutni primat.

1.1. Definisanje likvidnosti

Uzimajući u obzir sve ove zahteve, likvidnost bi se mogla definisati kao mogućnost i sposobnost privrednog subjekta, odnosno u ovom slučaju banke, da može bezuslovno da ispunjava dospele obaveze u svakom vremenskom trenutku.[627]

Najvažnije obaveze banke, u kojima se najčešće ogleda njena likvidnost su:

a) Obaveza da o roku izvršava naloge komitenata koji raspolažu sredstvima na računima koji se vođe kod banke;

b) Obaeza da u ugovorenim rokovima pušta u tečaj odobrene kredite komitentima;

c) Obaveza da vraća u određenim rokovima kredite koje su joj odobrili njeni kreditori, centralna banka ili druge banke i institucije.

Pored ispunjavanja svih ovih obaveza, neometano i tačno, bitno je da banka ima istovremeno odvojena sredstva za rezervne likvidnosti i propisane obavezne rezerve. Ako jedan od ovih elemenata nije ispunjen može se reći da je banka nelikvidna.

Odnosno, poslovna banka se smatra likvidnom ako su joj raspoloživa likvidna sredstva na žiro računu i u blagajni veća ili jednaka uspelim obavezama, dakle $L_s < D_o$, i obrnuto. Banka se ne smatra likvidnom, ukoliko su joj raspoloživa likvidna sredstva nedovoljna za izmirenje dospelih obaveza, dakle Srl < Sdo.[628]

[627] Ranković J., Upravljanje finansijama preduzeća, str. 27–28.

[628] Pri čemu je Ls suma raspoloživih likvidnih sredstava, a do suma dospelih obaveza.

Pojam likvidnosti je širi pojam od raspoložive gotovine koju banka drži u kasi ili na računima kod centralne banke. Likvidna sredstva pored ove dve kategorije obuhvataju i druge likvidne oblike aktive koji se mogu, ali uvek u jednom kratkom roku transformisati u gotovinu ili novčana sredstva na računu kod centralne banke. Ili najkraće rečeno, likvidnom imovinom bi se mogla svaka ona imovina koja poseduje sposobnost da se u kratkom roku pretvori u novac i to bez gubitaka.

Međutim, mora se uzeti u obzir da postoje različite verovatnoće da se neka imovina u nekom određenom trenutku pretvori u gotivinu i bez gubitaka. Da bi se odredilo u kom stepenu je neka imovina likvidna treba uzeti u obzir sledeća tri elementa osobine likvidnosti:

- Verovatnoću da se u kratkom roku može pretvoriti u novac;
- Verovatnoću da se pri tome može dobiti određena cena;
- Verovatnoću da se u određenom vremenskom periodu neće promeniti predhodne dve verovatnoće."[629]

Svakom delu imovine može se pripisati neki stepen likvidnosti, pri čemu se ti stepeni kreću od nule (za potpuno nelikvidnu imovinu, pa do jedinice (što je obeležje samo novca).

Može se prihvatiti i podela imovine[630] na superlikvidnu, likvidnu i nelikvidnu imovinu. Superlikvidnu imovinu čine novac u kasi i novčana sredstva na računu kod centralne banke koja se bez ograničenja mogu koristiti za plaćanje obaveza. Ova imovina je likvidna "u nultoj vremenskoj jedinici". Kako se vreme produžava, kao likvidna imovina može se obuhvatiti sve više i više finansijskih oblika. Likvidnom imovinom se smatraju svi oni oblici imovine koji se veoina lako mogu prodati ili kupiti na tržištu po ceni koja je jednaka originalnoj ceni. Nelikivdnom imovinom se smatra sva ona imovina kod koje su vreme i troškovi konverzije u gotovinu neprihvatljivi za banku.

Nasuprot likvidnosti imovine stoji dospeće obaveza. Najprihvatljivije za banku bi bilo da postoji poklapanje između ove dve veličine, odnosno da se dospeće aktive poklapa sa dospećom obaveza. Međutim, u stvarnosti uglavnom postoji odstupanje između ovih veličina. U slučajevima kada je dospeće aktiva kraće u odnosu na dospeće obaveza kažemo da postoji visoka likvidnost, a u obrnutom slučaju postoji smanjenje likvidnosti koje je utoliko veća ukoliko je i odstupanje između dospeća aktive i dospeća obaveza veće.

Ni stanje preterane likvidnosti, kao ni stanje nelikvidnosti nisu prihvatljivi za banku. U prvom slučaju banka bi raspolagala znatno većim saldom gotovine nego što je potrebno čime direktno ugrožava svoju rentnost, odnosno profitabilnost, budući da gotovina na računu ne obezbeđuje nikakav prinos. Sa druge strane, nedovoljnost likvidnih sredstava onemogućava izmirenje obaveza o

[629] Dimitrijević D., Monetarna analiza, str. 284.
[630] Jović S., Bankarstvo, str. 246.

rokovima dospeća čime se direktno izaziva smanjenje poverenja u banku kod njenih komitenata.

Banka, rukovođena načelom likvidnosti, sama mora da se stara da plasmani budu dovoljno likvidni, odnosno da ročna struktura plasmana nikada ne ugrozi sposobnost banke dospelim obavezama. Banka likvidnost postiže usklađivanjem rokova plasmana sa rokovima dospeća obaveza. Idealna situacija se postiže kada su jedni rokovi sinhronizovani sa drugima. To znači da su kratkoročna sredstva, tj. sredstva po viđenju i sa minimalnim otkaznim rokovima upotrebljena za kratkoročne, lako naplative plasmane, a samo dugoročna sredstva vezana za dugoročne plasmane.

Međutim, ovo ne treba tumačiti suviše strogo, šta više, transformacija ročne strukture finansijskih sredstava je funkcija banaka kao finansijskih institucija. Samo banke mogu da plasiraju finansijska sredstva po dužim rokovima od rokova po kojima su ta sredstva prikupile. Banka plasirajući sredstva na duže rokove u odnosu na rokove po kojima ih je pribavila ne ugrožava svoju likvidnost. Ova mogućnost se zasniva na činjenici da pošto se u banku slivaju sredstva mnogobrojnih ulagača koji stalno ulažu ili podižu sredstva, po zakonu verovatnoće, banka će uvek moći da računa na jedan deo tih sredstava koji se stalno zadržava na računima kod banke.

Za banku, odnosno njenu likvidnost, bi jedino bilo opasno ako ne bi uvažavala granicu ročne transformacije, odnosno ako bi bili zanemareni faktori koji utiču na stabilnost zadržavanja ovih sredstava. Kao bitni faktori javljaju se: sezonski karakter ulaganja i podizanja sredstava, tendencija kretanja razlike između novih ulaganja i podizanja postojećih sredstava i dr.

Na osnovu svega ovoga vidi se da banke mogu upotrebiti kratkoročno primljena sredstva za odobravanje dugoročnih kredita ali samo određenog stepena koji su one same utvrđile na osnovu svog iskustva.

1.2. Koncepti likvidnosti i solventnosti banaka

1.2.1. Koncept likvidnosti banaka

Razlikovanje koncepta likvidnosti i koncepta solventnosti naročito je važno u uslovima ulaska poslovnog sistema banke u zonu neravnoteže bilansa. Nelikvidna banka je ona koja nije u stanju da pokriva prezentovane naloge za isplate ugovorenih obaveza. Problem nelikvidnosti povezan je sa mehanizmom frakcionalnih potencijala banke, što može imati permanentni pritisak na iscrpljivanje njihovog likvidnog potencijala. Obim rezervi likvidnosti i stepen likvidnosti, odnosno konvertibilnosti ostalih dijelova aktive bilansa u gotovinu, predstavljaju osnovne pokazatelje likvidnosne pozicije banaka. Nesolvetna banka postoji u slučaju kada je fomlirana vrednost obaveza iznad nivoa aktive. Prema formalnom bilansnom pravilu postoji uvek jednakost vrednosti pasive i aktive, te se solventnost sagledava samjeravanjem faktičke ili realne vrednosti aktivai obima pasive.

Kod nesolventne banke deo ukupne aktive predstavlja nekvalitetne nenaplative i1i fiktivne plasmane.

Nesolventosti banke spada u strukturne probleme i tiče se osnovnih performansi banke. Bilanasna ravnoteža banke izražava se sledećom jednačinom:

$$A=L+NW$$

A – aktiva ili imovina

L – obaveze ili izvori bankarskih sredstava

NW – kapital ili fondovi

Solventna banka može svojom aktivoni da pokrije ukupne izvore svojih resursa ili ukupne obaveze uvećane za sopstveni kapital, zbog čega je osnovni uslov solventnosti izražen odnosom A > L. Nesolventna banka ima obaveze iznad nivoa plasmana ili aktive (A < L), usled čega je vrednost NW negativna. Bilansna jednačina nesolventne banke ima sledeći oblik:

$$A-L=- NW$$

U oštrim tržišnim uslovima, banka koja nosi obeležje nesolventne banke, potpada pod režim sankcija, koje označavaju gubljenje statusa poslovnog sistema, likvidaciju ili prodaju imovine i/ili preuzimanje od strane druge banke.

Indikacija o bliskoj vezi između ova dva koncepta leži u činjenici da se termini nesolventnost i nelikvidnost često koriste kao pojmovi koji opisuju finansijske teškoće koje pogadaju finansijske institucije i druge privredne subjekte. I nesolventnost i nelikvidnost se koriste, na primer, da opišu stanje u kome se nalazi jedna krhka banka. U ekstremnom slučaju dva koncepta se izgleda stapaju u jedan. Ako postoji razlika, ona je sigurno u objašnjenju da je nesvolventnost nepopravljivo stanje, i da vodi likvidaciji banke, dok nelikvidnost može biti samo privremeno stanje.

Banka je nesolventna kada vrednost njene pasive premašuje realnu vrednost njene aktive (A < L). Pošto prema formalnom bilansnom pravilu uvek postoji jednakost vrednosti aktive i pasive, onda u slučaju nesolventnosti banke, deo njene aktive čine nenaplativi, nekvalitetni i fiktivni plasmani. Dakle nesolventna banka ima negativnu neto vrednost (–NW).[631] Nesolventna banka je definitivno nesposobna da odgovori ukupnim obavezama prema osnivačima, a često i prema depozitima, i neminovno dolazi do njenog propadanja, odnosno kada je očigledna njena situacija dolazi do likvidiranja njene imovine ili predaje drugom privrednom subjektu.

Nelikvidna banka je ona koja nije sposobna da ispoštuje sve zahteve za isplatama ako bi.bili prezentovani odjednom. Pošto dobar deo bančine pasive čine depoziti po viđenju koju u principu mogu biti prezentovani za naplatu svi istovremeno, banke su prema tome gotovo uvek nelikvidne. Banci je potrebno

[631] „A–L+NW, A – L = –NW, gdc A predstavlja aktivu ili imovinu, L obaveze ili izvore bankarskih sredstava i NW kapital ili fondove." Jović S., *„Banakarstvo",* str. 245.

određeno vreme da bi usela da konvertuje deo imovine u gotovinu i tako zadovolji depozitare. Za neku imovinu je potrebno da prođe više vremena da bi se prodala u odnosu na neku drugu imovinu.

Nelikvidna foanka ne može operativno da funkcioniše. Ona nije u stanju da pokriva naloge za isplate ugovorenih obaveza. Indikatori nelikvidnosti poslovne banke su:

- Poslovna banka zadržava naloge svojih komitenata jer nema dovoljno sredstava na računu kod centralne banke;
- Banka nije u stanju da isplaćuje novčana sredstva po već odobrenim kreditima;
- Banka drži nivo obaveznih rezervi u odnosu na propisani obim.

U najtežoj poziciji je ona banka koja je nelikvidna i nesolventna istovremeno. Sigurno će doći vrlo brzo do njenog uklanjanja sa tržišta. Banka može biti solventna, ali nelikvidna, što je blaži oblik bilansne neravnoteže koji se može rešiti usklađivanjem likvidnog potencijala sa potrebama za likvidnim sredstvima preko kratkoročnih operacija na novčanom tržištu, bilo prodajom nekih hartija od vrednosti,[632] bilo uzimanjem kredita za likvidnost.

U težoj situaciji je banka koja je nesolventna, a likvidna. Rešenje je ili u aktiviranu mehanizama ozdravljenja (promena) rukovodstva i poslovne politike zajedno sa povećanjem kapitala), ili u likvidaciji banke, ili u preuzimanju banke od strane nekog drugog subjekta.

Treba praviti razliku između solventnosti i likvidnosti.

Pod solventnošću poslovne banke se podrazumeva sposobnost plaćanja dospelih obaveza, pri čemu je bitno da postoji dovoljan obim kvalitetne imovine koji može da pokrije ukupne obaveze bez obzira na to kada te obaveze dospevaju. Međutim, ako bismo ukijučili vreme kao bitan faktor u bankarskom poslovanju, onda pod likvidnošću banke treba podrazumevati sposobnost da se uvek o roku odgovara na sve obaveze, pa je time i solventnost obezbeđena.

Ustvari, razlikovanje likvidnosti i solventnosti je razlikovanje kratkoročne i dugoročne solventnosti, pri čemu se likvidnost može poistovetiti sa kratkoročnom solventnošću. Kratkoročna solventnost postoji onda kada je banka u stanju da redovno plaća dospele obaveze, pušta u tečaj odobrene kredite i izvršava naloge komitenata bez odlaganja. Dugoročna solventnostje vezana za rentabilnost i sigurnost plasmana banke. Ona može biti obezbeđena i u odsustvu likvidnosti, u slučaju kada je najveći obim kreditnih plasmana odobren uz čvrste garancije ili uz pokrića.

Pozicija likvidnosti i solventnosti banke može se potpunije izraziti preko vanbilansnih kategorija kao što je poverenje depozitara, stepen kredibilnosti banke, sposobnost adaptiranja na promenjene uslove u poslovanju, sposobnost savladavanja kriznih momenata i sl.

[632] Reč je, pre svega, o hartijama od vrednosti koje čine sekundarne rezerve likvidnosti.

1.2.2. Statički i dinamički koncept likvidnosti

Statički koncept likvidnosti ukazuje na strukturu aktive bilansa banke i na stopu rezervi likvidnosti. Aktiva bilansa banke sa ovog aspekta deli se na primarne rezerve likvidnosti (gotovina plus depozitne rezerve kod centralne banke), sekundarne rezerve likvidnosti (unovčene kratkoročne vrednosne hartije plus sredstva rezervnih fondova) i nelikvidna aktiva (krediti, dugoročne vrednosne hartije, obveznice i ostala aktiva). Dinamički koncpet likvidnosti, međutim, uključuje matrice novčanih tokova poslovnog sistema banke, gde je bitan saldo između ukupnog priliva i odliva novca u odgovarajućoj dimenziji vremena. Prema ovom konceptu pokazuje se da jedna banka može biti likvidna i u uslovima nultog iznosa rezervi likvidnosti, pod uslovom da ostvaruje perfektnu sinhronizaciju tokova priliva i odliva novčanih resursa u određenom periodu. Banka sa reletivno krupnim obimom rezervi likvidnosti može biti nelikvidna ako ne postoji sklad između priliva i odliva novca u sistemu, nego je odliv novčanih sredstava veći od priliva. Dugoročne tendencije u bankarstvu pokazuju rast stope učešća dugoročnih plasmana i izvora i jačanje konkurentnosti, što zajedno ima uticaja na postepeno smanjivanje obima rezervi likvidnosti banaka. Međutim, to bi trebalo da bude kompenzovano napredovanjem tehnologije plaćanja, tako da se održava stabilna stopa likvidnosti i otklanjanju potencijalno visoki rizici nelikvidnosti.[633]

Likvidnost bankaka može biti posmatrana kao stok (stock) ili kao tok (flow) koncept. Stok, ili koncept stanja likvidnih resursa posmatra, obim aktive u bilansu koji može biti transformisan u gotovinu (sredstva plaćanja). Prema ovom konceptu upoređuje se obim likvidnih resursa sa očekivanim potrebama za likvidnim sredstvima. Širi koncept tokova (flow) uključuje ne samo sposobnost banke da konvertuje sopstvene delove aktive u gotovinu, nego i sposobnost banke da puteni odgovarajućih kreditnih i finansijskih operacija, ostvaruje priliv gotovine u poslovni sistem banke.

2. KOEFICIJENTI LIKVIDNOSTI BANKARSKOG SISTEMA

Likvidnost može biti posmatrana kao stock ili flow koncept. Kod određivanja likvidnosti sa stanovišta stock pristupa moraju se oceniti oni oblici imovine koji se mogu pretvoriti u gotovinu. Odnosno, da bi se odredio stepen likvidnosti banke unutar ovog okvira, moraju se uporediti likvidna imovina sa očekivanim potrebama za likvidnim sredstvima. Dakle, likvidnost se ne može oceniti samo posmatranjem veličine likvidne imovine, nego je potrebno ovu imovinu staviti u odnos sa dospelim obavezama ili drugim bilansnim kategorijama.

[633] T. D. Simpson, Money, Bankin and Economic Analyiss, 1976.

Ovo je ograničen koncept jer uvek podrazumeva pregled stanja imovine, obaveza i fondova u određenoj vremenskoj tački, odnosno donošenje zaključaka o likvidnosti banke na osnovu poredenja pojedinih stavki bilansa stanja. Danas na ovaj način nije moguće zadovoljiti zahteve za utvrđivanjem likvidnosti, već je potrebno uneti i dinamički aspekt.

Kada se posmatra likvidnost kao flow kocept, onda se uzima u obzir ne samo sposobnost konvertovanja sopstvene imovine u likvidnu imovinu već i sposobnost banke da preko finansijskih i kreditnih operacija ostvaruje prilive gotovine u banku.

Teško je odrediti standard likvidnosti jer nisu poznate buduće potrebe banke za likvidnim sredstvima. Da bi se dobila realna ocena bančine likvidnosne pozicije zahteva se tačna prognoza potreba za gotovinom, sa jedne strane, i očekivanog nivoa likvidne imovine i primanja gotovine tokom tokom datog perioda vremena, i očekivanog nivoa likvidne imovine i primanja golovine tokom datog perioda vremena, sa druge strane. Drugim rečima, da bi se merila likvidnost poslovne banke zahteva se inkorporiranje flow koncepta u kalkulaciju. Inače, ovaj koncept dopušta da se jedna banka oceni likvidnom i onda kada ima nulti iznos rezervi likvidnosti pod uslovom da je prethodno ostvarila potpunu sinhronizaciju tokova priliva 5 odliva novčanlh sredstava. Sa druge strane, banka sa relativno većim obimom rezervi likvidnosti može biti ocenjena kao nelikvidna ako ne postoji sklad između priliva i odliva novčanih sredstava, tako da je odliv veći od priliva.

Ipak, najšire korišćene mere likvidnosti su mere iz stock koncepta, kao što su:

- Odnos kredita i depozita;
- Odnos likvidne aktive i ukupnih depozita;
- Odnos likvidne aktive i ukupne aktive;
- Odnos likvidne aktive i kratkoročnih obaveza;
- Prosečna dospelost plasmana u hartije od vrednosti itd. Najčešće se koriste prva dva pokazatelja.

To je grupa pokazatelja likvidnosti, koji imaju za cilj da ukažu na sposobnost banke da plaća dospele obaveze uz očuvanje dobrog kreditnog boniteta.

Prvi od ovih pokazatelja, racio odnosa kredita prema depozitima, ukazuje da kada se racio penje do relativno visokog nivoa, bankari postaju manje naklonjeni pozajmljivanju i invcstiranju. Osim toga, postaju više selektivni, i kako su standardi povećani i krediti se tačnije dodeljuju, kamatne stope počinju da se povećavaju.

Korišćenje ovog racia, kao mere likvidnosti, se bazira na premisi da su krediti najnelikvidnija imovina banke. Zato, kako deo depozita investiranih u kredite raste, Likvidnost opada, odnosno, što je veća stopa dobijena kredita i depozita, to je slabija likvidnosna pozicija banke.

Ovaj racio, kao mera likvidnosti, ima određene limite jer ne govori ništa o kvalitetu ili dospelosti portfolia kredita. Ocena likvidnosti zahteve znanje o

prosečnoj dospelosti kredita, kao i da li se krediti amortizuju. Zahteva se i kreditni izveštaj o dužnicima.

Takođe, ovaj racio ne daje ni informacije o stepenu likvidnosti. Banka sa raciom od, na primer, 70% može biti relativno likvidniaj od one banke sa raciom od 50% ako su depoziti predhodne banke stabilni dok su depoziti druge banke predmet širokih oscilacija.

Konačno, ovaj racio ne obezbeđuje ni informacije koje se tiču prirode bančine imovine izvan portfelja kredita. Jedna banka može imati 20% depozita investiranih u gotovinu i kratkoročne državne obveznice, dok druga banka može imati isti procenat u zgrađama i drugim nepokretnostima, ali obe banke imaju isti racio odnosa kredita prema depozitima. Očigledno banke ne bi imale isti nivo likvidnosti.

Uprkos ovim nedostacima, ovaj racio ima i neke vrednosti. Svaka poslovna banka ima neki normalni odnos kredlta i depozita koji ne dovodi u pitanje likvidnost banke, pa će se svako povećanje ovog racia javiti kao signal koji opominje menadžment banke da napravi ocenu svog prekomernog prograniа ekspanzije kreditnih plasmana. Nije namera da se stvori perfektna mera likvidnosti, već grubi indikator.

Druge mere likvidnosti, koje reflektuju stock koncept stavljaju u odnos likvidnu imiovinu sa ukupninim depozitima, ili ukupnom imovinom. Racio odnosa likvidne imovine[634] i ukupnih depozita, na primer, je pouzdaniji na neki način od racia odnosa kredita i depozita zato što stavlja u odnos likvidnu imovinu direktno sa nivoom depozita pre nego indirektno, uzimajući u obzir kredite, najenelikvidniju imovinu, prema depozitima.

Ozbiljan nedostatak ovog racia leži u činjenici da značajan deo gotovine nije stvarno raspoloživ za odgovaranje na bančine potrebe za likvidnim sredstvima. Reč je o delu gotovine koji se drži u visini zakonskih rezervi i nije raspoloživ za zadovoljavanje tražnje za kreditima, a samo je zakonom određeni procenat ovih rezervi raspoloživ da odgovori zahtevima za povlačenje depozita.

Ostale mere se javljaju kao varijante ovog pokazatelja. Na primer, kada se govori o pokazatelju prosečne stope dospelosti plasmana u hartije od vrednosti, zaključuje se da što je kraći prosečni rok dospeća ovih plasmana, banka može računati na veći likvidni potencijal. Obrnuto je ako ova stopa pokazuje relativno duže prosečne rokove dospelosti plasmana u hartije od vrednosti. Tada banka može računati na manji raspoloživi likvidni potencijal.

Pošto ne postoje dve poslovne banke sa istim potrebama za rezervama likvidnosti, "onda i ne postoji opšta formula koja bi pokazivala koja je to potrebna stopa rezervi likvidnosti za sve banke, pa čak ni za jednu banku u različitim vremenskam periodima. Svaka banka može tražiti svoja rešenja kako bi bila što

[634] Pod likvidnom imovinom obično se podrazumeva gotovina u kasi i sredstva na računu kod Centralne banke, odnosno reč je o primarnim rezervama likvidnosti.

bliže nekom optimalnom obimu rezervi likvidnosti koji se javlja kao uslov odbrane poslovnog integriteta banke.

Postoji mogućnost poredenja likvidnosti pozicija poslovnih banaka. Kao indikatori bolje likvidne pozicije javljaju se:

- Kraći prosečni rok dospeća plasmana i/ili veći stepen tržišne transferabilnosti plasmana;
- Duži prosečni rok dospeća obaveza;
- Veći koeficijent odnosa dugoročnih prema kratkoročnim depozitima i
- Diversifikovanija struktura plasmana posmatrano i sa ročnog, kamatonosnog i sektorski–komitentnskog aspekata.

3. UTVRĐIVANJE LIKVIDNOSTI BANAKA

Ukoliko bismo želeli podređenom kriterijumu da definišemo i metodološki utvrdimo stepen likvidnosti svake banke, treba da izvršimo grupisanje pojedinih oblika aktive, odnosno potraživanja banke prema stepenu likviditeta, tj. obima, uslova i brzine transformisanja te aktive, odnosno potraživanja u gotovini ili u novčana sredstva kod centralne banke. Iz praktičnih razloga dovoljno je izvršiti građaciju u tri kategorije, i to: primarnu, sekundarnu i tercijalnu likvidnost.[635]

1) Pod primarnom likvdinošću jedne banke podrazumeva se gotovina i slobodna likvidna sredstva banke na žiro računu kod Narodne banke. Na ovaj način pojam likvidnosti je shvaćen u smislu likvidnih i ničim neuslovljenih potraživanja od centralne banke.

Rezerva likvidnosti svake banke je empirijski određena visinom novčanim sredstava poslovne banke u gotovini i na računima kod Narodne banke koja se izražava u procentima od depozita kojima banka raspolaže. Rezerva likvidnosti jedne banke je optimalna kad banka neometano može obavljati svoju kreditnu aktivnost i sve dospele obaveze i naloge svojih komitenata o roku izvršavati.[636]

Stepen rezerve likvidnosti jedne banke nije zakonom ili nekim drugim propisom monetarnih vlasti određena, čak ni definisana, već je od svake banke pojedinačno utvrđena. Stopa rezerve likvidnosti je zavisna od mnogrobojnih faktora, a pre svega od:

- Raspoloživih sekundarnih i tercijalnih oblika likvidne aktive i potražnje
- Strukture komitenata sa gledišta delatnosti kojoj pripadaju i veličine tih komitenata
- Strukture depozita i oblika pozajmljenih sredstava banke
- Ročne strukture plasmana banke
- Veličine banke i stepena kompenziranja plaćanja koja vrše komitenti unutar jedne banke

[635] Milan Golijanin, Likvidnost banaka prema stepenu plasmana, časopis „Ekonomika preduzeća".
[636] Milan Golijanin, Likvidnost banaka prema stepenu plasmana, časopis „Ekonomika preduzeća", 1970.

- Sezonskih oscilacija tražnje kredita i sezonskih fluktuiranja depozita
- Konjukturnih kretanja i tendencije tih kretanja u narednom period
- Tendencija kretanja razlike između novih ulaganja i podizanja postojećih finansijskih sredstava
- Umešnosti banke da planira i obezbeđuje svoju likvidnost.

Na bazi višegodišnjeg iskustva ocenjeno je da odnos sredstava na žiro računu poslovne banke ne bi smeo biti niži od 4% do 5% od ukupnih depozita po viđenju, što omogućuje nesmetano izvršavanje naloga svojih komitenata. To je najznačajniji deo primarne likvidnosti, sa kojom u svakom momentu poslovna banka treba da raspolaže.

2) Sekundarna likvidnost obuhvata, pored primarne likvidnosti, i one dopunske izvore likvdnosti kojima se mogu brzo, po pravilu tokom istog dana, povećati likvidna novčana sredstva banke na njenom žiro računu kod Narodne banke. Zapravo, to je za banku njena dopunska rezerva likvidnosti, koju ona aktivira u vanrednim situacijama za sezonske ili neočekivane odlive sredstava. Sa gledišta strukture sekundarne likvidnosti grupisanje se može izvršiti sledećim redom:

1. Na prvom mestu nalaze se sredstva posebnih rezervnih fondova.
2. Drugi po rangu faktor sekundarne likvidnosti je disponibilitet banke u reeskontnom kreditu kod Narodne banke.
3. Banke u korespondentskim odnosima sa inostranstvom dolaze u situaciju da povremeno raspolažu većim deviznim sredstvima na računu kod svojih inostranih korespondenata (banaka) nego što potrebe budućih plaćanja stvarno zahtevaju. Takav višak devizne aktive je takođe za banku neracionalan oblik plasmana slično onome kada na žiro–računu kod Narodne banke zadržava dinarska sredstva u visini koja premaša optimalne njene potrebe. Zbog toga one utvrđuju optimalni nivo rezervi u devizama i celokupni višak prodaju Narodnoj banci, sa pravom ponovnog otkupa za plaćanja u okviru deviznog režima.
4. U nedostatku adekvatnih oblika dobijanja dopunskih likvidnih sredstava od centralne banke, ili na novčanom tržištu, bankama je data mogućnost da mogu izuzetno, i to najviše do 10 radnih dana u jednom tromesečju koristiti kod Narodne banke poseban dokumentami kredit za likvidnost. Ovakvu mogućnost banke koriste kao poslednju rezervu za pribavljanje likvidnih sredstava u situacijama neočekvinog i većeg odliva gotovine, po pravilu nakon iscrpljenja svih drugih izvora sekundarne likvidnosti banke.

Pod pojmom tercijalne likvidnosti treba obuhvatiti one oblike pribavljanja likvidnih novčanih sredstava koje karakteriše znatno niža verovatnoća transformisanja aktive i potraživanja u gotovini ili u novčana sredstva na žiro računu kod Narodne banke u jednom relativno kraćem vremenskom periodu. Tu se mogu, uglavnom, ubrajati sledeći oblici terijealne likvidnosti:

1. Neiskorišćene tranše odobrenih kredita kod banaka u zemlji

2. Neiskorišćene tranše odobrenih kredita kod banaka u inostranstvu, kada je obezbeđena spremnost Narodne banke ili drugih ovlašćenih situacija u zemlji da otkupe devizna sredstva iz tog kredita
3. Neiskorišćena prava povlačenja likvidnih sredstava iz udruženih sredstava rezervnih fondova pri udruženjima poslovnih banaka, odnosno grupacijama banaka, i
4. Mogućnost dobijanja kredita od drugih banaka u zemlji i inostranstvu.

4. STOPA LIKVIDNOSTI BANAKA

Zbog značaja koji likvidnost ima za banke, banke su zainteresovane da imaju valjanu metodologiju merenja likvidnosti i utvrđivanja stope likvidnosti. Problem merenja stepena likvidnosti banke u određenom momentu nastaje usled teškoća procenjivanja budućih potreba i tražnje banke za likvidnim sredstvima. Kvantitativni pristup ili stock kocept ističe sledeće alternativne stope likvidnosti banaka:

- Odnos kredita i depozita
- Odnos likvidne aktive i ukupnih depozita
- Likvidna aktiva prema ukupnoj aktivi
- Likvidna aktiva prema kratkoročnim obavezama
- Prosečna dospelost plasmana u hartije.

Najčešće se koriste prve dve stope. Prva stopa pokazuje kritični odnos dva najvažnija bankarska agregata: kredita i depozita. Što je veća stopa dobijena iz odnosa kredita i depozita, to je slabija pozicija likvidnosti banke. Svaka banka ima svoj normalni odnos kredita i depozita koji ne dovodi u pitanje likvidni potencijal banke. Kada se formira veća stopa u odnosu na normalu, banka će dovesti u pitanje svoju likvidnost. Ograničenja ove stope su u statisčkom pristupu, koji ne vodi računa o strukturi i kvalitetu kredita, stepenu stabilnosti i strukturi depozita, stopi nekreditnih plasmana i sl.

Znatno je preciznija druga stopa likvidnosti koja se dobija na osnovu komparacije likvidne aktive i ukupnih depozita, s obzkom da na direktan način vidimo pokrivenost depozita (obaveza) odgovarajućim likvidnim resursima. Kao likvidna aktiva najčešće se koristi iznos gotovine i depozitnih rezervi banke kod centralne banke. To su u stvari primarne rezerve likvidnosti banke. Ova stopa ima više svojih varijanti, kao na primer: a) odnos likvidne aktive prema ukupnoj aktivi; b) odnos likvidne aktive i kratkoročnih obaveza banke; c) varijanta gde se pored primarnih rezervi uključuju i sekundarne rezerve, iznos obaveznih rezervi i slično.

Osnovni nedostatak svih ovih koeficijenata jeste statični ili stok pristup koji ne može da iskaže delovanje dinamičkih tokova novčanih resursa i vanbilansne uticaje na likvidnu poziciju banke.

Kao stopa likvidnosti koristi se i prosečna dospelost plasmana u vrednosne hartije banke. Ukoliko su kraći prosečni rokovi dospelosti vrednosnih hartija, banka može računati na relativno veći likvidni potencijal, jer je brža konverzija plasmana, u likvidna sredstva. Obrnuto je sa produženjem prosečnog roka dospelosti verdnosnih hartija, kada se usporava koeficijent konverzije plasmana. U zemljama sa tržišnim ekonomijama značaj likvidnosti poslovnih banaka sagledava se iz kontektsta stabilnosti finansijskog sistema. U tim zemljama odgovarajuće državne institucije instaliraju pogodne monitoring koeficijente praćenja i kontrole likvidosti banaka na osnovu kojih se blagovremeno banke upozoravaju na rizik nelikvidnosti ili se procenjuje kreditna sposobnost kod centralne banke. Koeficijenti[637] koji se koriste za tu svrhu su:

$$ml_1 = \frac{\text{Ukupni kredit (K)}}{\text{Ukupni depoziti (D)}}$$

$$ml_2 = \frac{\text{Likvidna sredstva (RL)}}{\text{Depozitni izvori (D)}}$$

$$ml_3 = \frac{\text{Stabilni depoziti (Ds)}}{\text{Kamatonosni plasmani (PLk)}}$$

$$ml_4 = \frac{\text{Fluktualni depoziti (DF)}}{\text{Kamatni plasmani (PLk)}}$$

$$ml_5 = \frac{\text{Dugoročni izvori sredstava (DI)}}{\text{Dugoročni plasmani (D)}}$$

U teoriji se smatra da je utvrđivanje zona likvidnosti znatno fleksibilniji pogodniji metod preciznog odmeravanja likvidnog potencijala banke. Kod utvrđivanja ovih zona polazi se od jedne od statičkih stopa likvidnosti, ali se zona utvrđuje ugrađivanjem bitnih dinamičkih elemenata: efekti obavezne rezerve, saldo novčanih priliva i odliva, stopa oscilacija domaćih obaveza banke, anticipativni efekti dohotka, efekti kreditnih linija i efekti centralne banke kao poslednjeg utočišta. Reč je o efektima oslobađanja ili blokiranja novčanih resursa na bazi dnevnih bankarskih transakcija ili o efektima dodatne mobilizacije novčanih resursa banke. Iznenadni odliv novčanih resursa iz poslovnog sistema banke biće kompenziran u izvesnoj meri oslobađanjem dela obavezne rezerve, tako da će udar na likvidnu poziciju banke biti uvek manji od incijalnog odliva. Banka koja uživa visoku kreditnu sposobnost može držati manji obim rezervi likvidnosti bez povećanja rizika nelikvidnosti, što treba da bude važna komponenta u formulisanju optimalne zone likvidnosti. Objektivne procene o mogućnostima korišćenja kredita za likvidnost kod centralne banke predstavljaju nezaobilazan momenat

[637] Jović, S.: Ibidem.

kod definisanja zone likvidnosti banke. Internacionalizacija i nova tehnologija bankarskog poslovanja ima karakteristične efekte na formiranje kompleksne slike o likvidnoj poziciji banaka.

Dinamizacija likvidne pozicije banaka zahteva korelativno praćenje stopa rasta depozita i kredita: stabilne stope rasta depozita siguran su pokazatelj održavanja optimalne zone likvidnosti, bez formiranja dodatnih rezervi likvidnosti. Stope rasta kredita ne bi smele biti formirane iznad stopa rasta depozita. Takođe, veoma je bitno da se formiraju predviđive stope kredita, odnosno da se ukalkulišu cikličine, sezonske, slučajne i dugoročne varijacije stopa formiranja kredita i depozita.

Problem likvidnosti banaka je jedan od najvažnijih problema o kojem poslovne banke treba posebno da vođe računa i da mu u svojim poslovnim politikama daju značajno mesto. Bez dobro i ispravno vođene politike likvidnosti, nema ni dobrog poslovanja za banku.

Poslovna banka je dužna da održava svoju likvidnost koja joj obezbeđuje izvršavanje svih obaveza o rokovima dospeća. To znai da je banka, pošto po pravilu posluje sa tuđim novčanim sredstvima u obavezi da na vreme i pod unapred dogovorenim uslovima vrati primljena sredstva i to bez ikakvog odlaganja, jer je poverenje osnov odnosa između komitenata i banaka. Stoga, banka mora da nastoji da otkloni nelikvidnost što je moguće kraćem vremenskm periodu kako bi stečeno poverenje komitenata zadržala.

5. FAKTORI LIKVIDNOSTI BANAKA

Na likvidnost banaka utiču mnogobrojni faktori koji izazivaju varijacije na strani depozitnih izvora i na strani tražnje za kreditima. Svi faktori se mogu svrstati u sledeće četiri grupe:

- Oscilacije u ekonomiji;
- Novčane transakcije komitenata;
- Monetarna politika centralne banke i
- Politika likvidnosti poslovne banke.

5.1. Oscilacije u ekonomiji

Da bi obezbedio likvidnost, menadžment banke mora da prepoznaje mnoga kretanja u ekonomiji – neregularna (stohastička) sezonska, ciklična i sekularna.

Što se tiče stohastičkih momenata, teško je predviđeti i same dogadaje i/ili jačine tih procesa jer ne prate utvrđene šablone. Primeri stohastičkih momenata bi bili: radnički štrajkovi, efekti neke prirodne katastrofe kao što je poplava ili zemljotres, pa i sam strah od rata. Sve banke su podložne ovim uticajima što zahteva izdvajanje posebnih rezervi za njihovo pokrivanje.

Sezonska kretanja, pošto su direktno uslovljena sezonskim promenama, za razlikuju od stohastičkih, se ponavljaju svake godine. Zbog toga je potrebno sistematično praćenje novčnih tokova po osnovu transakcija komitenata banke da bi se identifikovale potrebe za likvidnim resursima. Pravljenjem tabela novčanih tokova mogu se uočiti sezonski obrasci varijacija depozita i kredita. Ovi sezonski obrasci su mnogo važniji za manje banke ili banke koje imaju komitente sa sezonskim poslovanjem. Recimo, banka koja je locirana u poljoprivrednom području može da očekuje visok nivo depozita u jesen, posle žetve, i visoku tražnju za kreditima u prolaće. Tražnja kredita za građnju je, naravno, veća u letnjim nego u zimskim mesecima.

Vreme je sigurno najodgovorniji faktor za sezonska kretanja, ali i društveni običaji imaju uticaja – prodaja na malo se značajno povećava u decembru zbog novogodišnjih praznika.

Sezonske fluktuacije depozita i kredita su većinom rezultat nedostataka ekonomske diversifikacije na poslovnom području jedne banke. Lokalne ekonomije koje zavise od jedne ili nekoliko industrija koje proizvođe povezane proizvode, nisu neouobičajene. U takvim uslovima je savim normalno da se ove fluktuacije reflektuju na depozite i kredite i moraju biti poznate prilikom planiranja rezervi likvidnosti.

Bez obzira da li je reč od malim ili velikim bankama, one su pod uticajem faktora koji mogu da prevazilaze njihova poslovna područja. Nijedna banka, koliko god bila mala ili udaljena od centra monetarne vlasti, ne može izbeći efekte, recimo, restriktivne monetarne politike što znači da se menadžment ne može ograničiti samo na svoje poslovno područje već mora biti u toku i sa dešavanjima u celoj zenilji.

Za veće banke su mnogo značajniji ciklični trendovi novčanih tokova koje je i teže predviđeti nego sezonske trendove. Uočeno je da se u periodima slabe privredne aktivnosti očekuje da će pritisak na likvidnost biti znatno veći u narednom periodu jer će doći do redukovanja trenutnog maksimalnog obima depozita i prelaska trenutne minimalne funkcije tražnje u rastuću funkciju. Obrnuta je situacija ako je reč o periodu u kome je dosignut vrh privredne aktivnosti; u predstojećem periodu će se očekivati da depoziti rastu brže, a krediti sve sporije.

Sekularne ili dugoročne tendencije u formiranju depozita i kredita su uglavnom predvidive, jer obuhvataju veći broj cikličnih varijacija koje se međusobno kompeziraju, tako da ostaje poprilično jasna slika tendencija rasta depozita i kredita u prilično stabilnim periodima. Ove promene su zajednički produkt i kratkotrajnih i dugotrajnih uticaja kao što su promene u potrošnji, štednji, investiranju, populaciji, tehnološkom razvoju, snazi radničke klase itd.

Neutralizaciju negativnih uticaja spoljnih faktora banka može ostvariti stalnim praćenjem i analizorn tih kretanja, kao i preduzimanjem potrebnih mera za njihovo otklanjenje, odnosno ublažavanje.

5.2. Novčane transakcije komitenata

Do kakvih će promena u pozicijama likvidnosti pojedinih banaka doći zavisi od promena koje će se desiti u nivoima depozita kod tih banaka. U periodima kada god banaka dolazi do odliva depozita logično je očekivati pogoršanje likvidnosti i obrnuto poboljšanja likvidnosti dolazi kad banke ostvaraju porast depozita. Utvrđeno je da su štetni depoziti stabilniji u odnosu na investicione depozite privrednih organizacija, a da su investicioni depoziti manje podložni fluktuiranju od depozita po viđenju (demand deposits). Straktura depozita po viđenju sadržana od brojnih depozita deponenata srednje veličine je uopšteno stabilnija od one koja je sačinjena od depozita nekoličine komitenata sa velikim pojedinačnim depozitima.

Najveće promene u poziciji likvidnosti banaka nastaju usled promena baš u nivou depozita po viđenju komitenata u vezi sa njihovim poslovnim transakcijama. Kada god komitenata dolazi do većeg odliva novca u bliansima novčanih transakcija, što znači da se njihova likvidnost pogoršava, dolazi i do pogoršavanja, dolazi i do pogoršavanja likvidnosti banke; i ona će imati deficit u bilansu novčanih transakcija. Likvidnost banke će biti dobra ukoliko je i likvidnost komitenata banke dobra, što znači da će imati suficit u bilansu novčanih transakcija. Zbog toga je banka zainteresovana za poziciju i politiku likvidnosti svojih komitenata.

Naravno, i komiteti su zainteresovani za poziciju i politiku likvidnosti banke. Ako bi bili komitenti banke koja je nelikivdna ne bi mogli da slobodno raspolažu svojim sredstvima jer takva banka nema dovoljno sredstava na svom žiro računu kod centralne banke da bi izvršavala njihove naloge. Komitenti takve banke ne bi mogli da izvršavaju obaveze prema svojim dobavljačima, što bi ih stavilo u prilično nezgodnu situaciju. Da bi smanjili ovaj rizik (rizik od nelikvidnosti banaka čiji su komitenti) privredni subjekti pribegavaju deljenju računa, tako da se svi prilivi koji pristižu u toku dana na njihov račun dele u određnom odnosu na dve izabrane banke. Ovo je praksa naročito kod nas s obzirom na stanje u kome se nalaze naše banke. No, zaštita od rizika nelikvidnosti banaka sigurno nije jedini razlog zbog koga se javlja mogućnost korišćenja kredita kod obe banke pod uslovima pod kojima kredite koriste deponenti tih banaka.

Ovde treba spomenuti i amortizujući efekat obaveznih rezervi. Ako bi došlo do, na primer, neto odliva depozita i poslovnog sistema banke istovremeno bi došlo i do oslobađanja odgovarajućeg dela obaveznih rezervi, što kompenzira jedan deo izgubljenih depozita.

Opreznija banka će biti spremna da i pored ovako utvrđene stope rezervi likvidnosti formira i određene rezerve koje će koristiti za pokrivanje posebnih rizika nelikvidnosti, za odgovaranje na kreditne zahteve prioritetnih komitenata, za atraktivna ulaganja koja mogu iznenadno da iskrsnu.

5.3. Monetarna politika centralne banke i likvidnost bankarskog sistema

Odluke centralne banke da putem svoje monterne politike u zemlji povećava ili smanjuje nivo količine novca u opticaju imaju uticaja i na povećanje, odnosno smanjenje likvidnosti banaka. Odnosno, kreiranje ili povlačenje primarnog novca[638] od strane centralne banke predstavlja osnovni faktor promene kreditnog potencijala i likvidnosti banaka.

Ako bi centralna banka vodila politiku povećanja količine novca u opticaju onda bi to značilo da želi da olakša poslovnim bankama održavanje likvidnosti i solventnosti. Znači, ako banke imaju problema sa održavanjem likvidnosti i solventnosti, one mogu slobodno da iskoriste priliv novca sa strane centralne banke za stvaranje potrebnog nivoa likvidnih sredstava. Naravno, ukoliko banke nemaju problema sa održavanjem likvidnosti i solventnosti one ovaj priliv sredstava mogu da upotrebe za povećanje kreditnih plasmana.

Po banke je nepovoljnija situacija ako centralna banka vodi restriktivnu monetarnu politiku, odnosno sprovodi politiku smanjenja količine novca u opticaju, jer bi tada održavanje likvidnosti i solventnosti za poslovne banke bilo otežano.

Kontrolnu likvidnost bankarskog sistema centralna banka ostvaruje bitno na sledećih pet načina:

- Regulisanjem mogućnosti banaka da dobijaju sredstva centralne banke;
- Regulisanjem stope obavezne rezerve;
- Prodajom ili kupovinom hartija od vrednosti od strane centralne banke (politikom otvorenog tržišta);
- Uvođenjem specijalnih depozita;
- Direktivnim merama.

(1) U instrumentarijumu monetarno–kreditnog regulisanja značajno mesto zauzima politika refinansiranja, tj. odobravanja kredita od strane centralne banke. Centralna banka u većini slučajeva odobrava poslovnim bankama kredite za likvidnost kada imaju problema sa održavanjem ravnoteže u kratkoročnim bilansima novčanih sredstava. Poslovi refinansiranja obuhvataju različite vidove neposredne podrške koju centralna banka može da pruži bankama tako što od njih kupuje određeni portfelj menica i drugih hartija od vrednosti (poslovi reeskonta), ili tako što bankama na podlozi zalaganja hartija od vrednosti ili prezentovanja nekih dokumenata odobrava avanse, lombarde i druge vrste dokumentarnih kredita.

---

[638] Pod primarnim novcem (ili novčanom bazom) podrazumeva se ukupan iznos likvidnih obaveza centralne banke u odnosu na sektor poslovnih banaka, sektor stanovništva kao i u odnosu na ostale nebankarske sektore koji raspolažu depozitinma po viđenju kod centralne banke. Ukupna količina primarnog novca nalazi se u pasivi bilansa centralne banke... Osnovni tokovi kreiranja primarnog novca jesu:

1. Krediti centralne banke poslovnim bankama.
2. Krediti centralne banke neposrednim komitentima (federacija i sl.)
3. Efekti koji proističu iz deviznog bilansa zemlje." (Ćirović M., „Monetarno–kreditni sistem", str. 266).

Dakle, možemo razlikovati dva tipa kredita koje centralna banka odobrava poslovnim bankama, a to su: reeskontni krediti i krediti pokriveni dokumentima.

Da bi centralna banka odobrila poslovnoj banci reeskontni kredit potrebno je da joj banka preda menice na eskontovanje. Reč je o menicama iz portfelja poslovne banke koje moraju imati sledeće karakteristike: "moraju biti dobre trgovačke menice, moraju jemčiti tri nežno sposobna obveznika, rok ne sme biti duži od 90 dana."[639] Odnosno, reeskont treba shvatiti kao prodaju menica, koje nisu dospele, uz odbitak kamate (eskont ili diskont) do dana dospeća menice. Ova operacija omogućava bankama, koje vrše reeskont, da dodu do likvidnih sredstava pre roka dospeća tih menica tako što ih prenose upravno vlasništvo, u ovom slučaju, centrane banke. Za centralnu banku, koja te menice prima, ovo je eskontni posao.

Eskontnom politikom se definišu uslovi pod kojima poslovne banke mogu da koriste kredita kod centralne banke. Centralna banka je u mogućnosti da menja ekskontnu stopu,[640] čime olakšava ili otežava uslove poslovnim bankama za dobijanje reeskontnih kredita, pa time utiče i na nivo likvidnih rezervi u sistemu poslovnih banaka.

Eskontna politika centralne banke ne podrazumeva samo promenu eskontne stope već i čitav niz drugih uslova reeskonta, kao što je menjanje rokova i kvaliteta vrednosnih papira koji se prihvataju u reeskont, promene reeskontnih plafona, uvođenje kaznenih stopa za slučajeve prekoračenja plafona i dr.

Svrha reeskontnog plafona je da se onemogući da neka banka koristi kredite kod centrale banke u većem obimu nego što bi bilo opravdano s obzirom na veličinu te banke. Odnosno, da spreči banke da kredite za likvidnost umesto za rešavanje kratkoročnih problema likvidnosti koriste za proširenje kreditnog potencijala. U nekim, zemljama određuje se plafon za svaku banku posebno, dok u drugim zemljama banka ne zna unapred na koliki maksimalni iznos ima pravo jer je određivanje reskontnog plafona diskreciono pravo centralne banke da ga stalno menja.

Kao posban primer obavljanja eskontnih operacija, navodi se Bank of England.[641] U Velikoj Britaniji "privilegiju" traženja kredita od centralne banke imaju samo eskontne kuće. Ove kuće na centralnu banku kao na zajmodavca, gledaju kao na poslednju alternativu, jer je pozajmljivanje od centralne banke skupo, pošto je eskontna stopa više od tržišnih kamatnih stopa na dnevni novac. Takva eksontna stopa je neka vrsta kamene stope, pa stoga ne postoje reeskontni plafoni, odnosno Bank of England nikada neće odbiti da da kredit. Postoji još jedna nepovoljnost za eskontne kuće prilikom ovakvog pozajmljivanja, a to je da se sredstva mogu pozajmljivati najmanje na sedam dana i onda kada postoji potreba za dodatnim sredstvima samo na dan ili dva.

---

[639] Živković A. „Analiza efikasnosti monetarne politike u Jugoslaviji", str. 149.
[640] Nju treba posmatrati kao cenu pozajmljivanja sredstava od centralne banke.
[641] Golijanin M., „Monetarni sistem i monetarno–kreditna politika Jugoslavije", str. 304–305.

Za razliku od reeskontnog koji se gasi sa dospećom, datih menica centralna banka odobrava, kao oblik refinansiranja, i lombardne kredite kod kojih postoji mogućnost dnevnog otkaza. Lombardni kredit dobija poslovna banka na osnovu zalaganja hartija od vrednosti koje prihvata za ovu priliku centralna banka. Kod ove vrste zajma se primenjuje lombardna kamatna stopa.

Učešće eskontnog kredita u strukturi kratkoročnih plasmana banaka u svetu se stalno smanjuje. Ovaj oblik kreditiranja sve više ustupa mesto drugim oblicima kreditiranja, pre svega zbog visokih troškova poslovanja usled svih onih operacija koje podrazumeva ovaj oblik kredita. Postoji mogućnost, na primer, da poslovna banka proda centralnoj banci hartije od vrednosti i da istovremeno sa prodajom ugovori i termin ponovnog otkupa tih vrednosnih papira, Kao najčešći oblik pokrića koriste se državne obveznice.

(3) Široko primenjivan i rasprostranjen oblik instrumenata monetarno–kreditnog regulisanja je kupovina i prodaja hartija od vrednosti na tržištu od strane centralne banke ili tzv. politika otvorenog tržišta (open market policy). Cilj ovakvih operacija centralne banke na tržištu vrednosnih papira je da proširivanjem ili sužavanjem raspoloživih gotovinskih sredstava poslovnih banaka utiče na njihovu likvidnost. Onog momenta kada centralna banka oceni da je monetarna masa previsoka, kraće se prodajom iz svog portfelja vrednosnih papira ili ide na emitovanje novih hartija od vrednosti. Na taj način je centralna banka smanjila raspoloživa likvidna sredstva kod banaka, odnosno smanjila kreditni volumen poslovnih banaka, a preko toga je uticala i na novačnu masu. Obrnuto kada centralna banka ocenjuje da je nivo lividnosti u zemlji nedovoljan, tada ona kupuje na slobodnom tržištu hartije od vrednosti i na taj način povećava likvidnost banaka povećavajući njihova likivdna sredstva i omogućavajući porast kreditnog volumena poslovnih banaka, a takođe i porast novčane mase.

U slučaju kada centralna banka sprovodi restriktivnu ekspanzivnu i monetarnu politiku, tako što preko prodaje (kupovine) hartija od vrednosti smanjuje (povećava) obim primarnog novca i kreditni potencijal banaka, može doći i do porasta (pada) nivo kamatnih stopa kod onih hartija od vrednosti koje su predmet kupoprodajnih transakcija od strane centralne banke. Ovakvi dodatni efekti su jedino mogući u zemljama sa razvijenim finansijskim sistemom u kojima se kamatne stope formiraju na osnovu tržišnih odnosa ponude i tražnje sredstava.

Vrednosni papiri koje centralna banka koristi u ovakvim operacijama su pored državnih obveznica i blagajnički zapisi centralne banke, a u razvijenim zemljama i vrednosni papiri koje emituju neka velika privredna preduzeća. Naravno, u zemljama u razvoju može biti reči samo o blagajničkim zapisima centralne banke jer u ovim zemlj ama ne postoji dovoljno razvijeno tržište ni državnih obveznica, pa ni drugih hartija od vrednosti. Zbog nerazvijenosti tržišta hatrija od vrednosti, centralna banke ovih zemalja se pre opredeljuju za obavezne rezerve ili druge instrumente monetarne politike.

Razlog zbog koga poslovne banke i drugi privredni subjekti dopuštaju da centralna banka preko politike otvorenog tržišta utiče na njihovu likvidnost je kamatonosnost i likvidnost hartija od vrednosti koje su predmet ovih transakcija.

(4) Centralna banka propisuje formiranje specijalnih depozita onda kad želi dodatno da smanji obim raspoloživih bankarskih depozita. Formiranje ovih depozita se može ostvariti uvođenjem obavezne rezerve. Reč je o stopi obavezne rezerve iznad standardne stope koja se primenjuje na odgovarajući prirast depozita. U ovom slučaju najveći teret bi ponele one poslovne banke koje imaju najveće stope rasta depozita. Suprotno kada treba povećati slobodne rezerve banaka, tada centralna banka oslobađa specijalne depozite. Na ove depozite centralna banka plaća nižu kamatnu stopu u odnosu na prosečnu ili uopšte nema kamatne stope. I u jednom i u drugom slučaju negativno se utiče na konkurenciju na bankarskom tržištu.

(5) Kao direktive mere kojima se može koristiti centralna banka javljaju se:

- ograničavanje obima bankarskih kreditnih plasmana bez obzira na rast depozitnog potencijala;
- limitiranje kamata koje banke plaćaju na određene vrste depozita ili koje banke naplaćuju za određene oblike kreditnih plasmana;
- davanje uputstva poslovnim bankama da u određenim periodima daju prioritet nekim privrednim sektorima ili da komitente iz nekih privrednih sektora isključe sa kreditnih lista;
- zahtevanje držanja minimalnog portfelja državnih hartija od vrednosti;
- regulisanje potrošačkih kredita itd.

Mera ograničavanja porasta bankarskih kredita se sme primenjivati samo izuzetno, kada je neophodno postići brze rezultate jer je primena drugih instrumenata spora i neefikasna. Ograničavanje porasta bankarskih kredita može biti linearno, da se odnosi na sve banke, ili selektivno, samo za pojedine kategorije kredita, što je češći slučaj. Ovaj instrument se koristi skoro u svim zemljama.

Inače, sve ove mere centralne banke su selektivne i rigidne pa ih stoga ona sme primenjivati samo privremeno i dozirano jer je moguće da ove mere izazovu efekte kao što su korupcija, kršenje mera, otvaranje paralelnih kreditnih tržišta i sl.

5.4. Politika likvidnosti poslovne banke

Poslovna banka može uticati na sopstvenu likvidnost jedino putem politike likvidnosti koju ona sama kreira. U okviru politike likvidnosti prvo treba ukazati na politiku formiranja i držanja rezervi likvidnosti čime se indirektno utiče i na kreditnu politiku banke.

Politikom rezervi likvidnosti banka određuje koji deo ukupnih resursa mora držati u rezervama, pri čemu preostali deo resursa predstavlja kreditni potenijal. Kako je nemoguće precizno planiranje novčanih tokova u sistemu poslovne banke, banka se u formiranju rezervi likvidnosti oslanja na iskustvo pri određivanju maksimalno mogućeg deficita u bilansima novčanih transakcija.

Zbog postojanja razlika u strukturi kod pojedinih banaka, stopa rezervi likvidnosti teži da se formira na različitim nivoima. Neki od objektivnih faktora koji na ove razlike u .stopama rezervi likvidnosti utiču jesu:

Prvo, ukoliko jedna banka ima veći broj komitenata i ukoliko su njihovi odnosi povezaniji banka će nastojati da smanji nivo svojih rezervi likvidnosti, i obrnuto, ukoliko su međusobni odnosi komitenata u jednoj poslovnoj banci manje povezani i ukoliko je njihov broj manji, potrebe banke za rezervama likvidnosti rastu.

Drugo, ako su novčane transakcije komitenata manje po obimu, u tom slučaju i stopa rezervi likvidnosti je manja i obrnuto, ukoliko su novčane transakcije komitenata veće, veća je i stopa rezervi likvidnosti.

Treće, ukoliko velike i jake banke posluju na privredno razvijenim područjima, stopa rezervi likvidvnosti biće manja i obrnuto, ukoliko jedna banka posluje na nerazvijenom području, stopa rezervi likvidnosti svakako mora biti veća.

Četvrto banke koje posluju i regionima čiju privredu karakterišu sezonske oscilacije u poslovanju nastoje da raspolažu većim rezervama likvidnosti u odnosu na banke čije poslovanje manje ili uopšte ne karakteriše sezonski uticaj.

Stopa rezervi likvidnosti ne zavisi samo od objektivnih faktora, već i ocena težine uticaja koje banka pridaje pojedinim od tih faktora. U tom slučaju je moguće da bi bile donete različite odluke u potrebnoj stopi rezervi likvidnost čak i kada bi, recimo, dve banke bile pod uticajem istih faktora koji deluju i sa istim intenzitetom. Banka koja pridaje veću pažnju opreznosti u poslovanju opredeliće se za vođenje politike relativno viših stopa rezervi likvidnosti u odnosu na drugu banku sa liberalinijim poslovanjem. Naravno, kod prve banke je mnogo manja verovatnoća da će doći u poziciju nesolventnosti mnogo rede će koristiti kredite za likvidnost.

Izloženost banke riziku nelikividnosti zavisi i od toga kako je formulisala kreditnu politiku. Banka je dužan da obim svojim plasmana usklađuje tako da se pridržava određaba o velikom i najvećem mogućem kreditu jednom zajmoprimcu i o ukupnom iznosu velikih kredita. Zakon o bankama i drugim finansijskim organizacijama definiše veliki kredit kao kredit koji je dat jednom zajmoprimcu koji je veći od 20% kapitala banke. Najvećim mogućim kreditom jednom zajmoprimcu smatra se kredit koji iznosi do 30%, kapitala banke. Ukupan iznos velikih kredita i najvećih mogućih kredita ne može biti veći od 80% kapitala banke.

Banka koja ostvaruje veće stope ročne transformacije[642] ulazi u visok rizik da postane nesolventna. Takođe, banka ne može da planira svoju likvidnost polazeći od pretpostavke da će se plasirani krediti otplaćivati o rokovima dospeća, jer su uvek moguća prolongiranja otplata od strane dužnika.

Banka ne mora da brani svoju solventnost samo držanjem rezervi likvidnosti, već se može osloniti i na privremeno korišćenje sredstava iz otplaćenih kredita za popunu rezervi likvidnosti, ako se javljaju problemi likvidnosti. Ova altemativa je

[642] Odnosno, preusmerava resurse sa kraćim rokovima dospeća u plasmane sa dužim rokovima dospeća.

raspoloživa u onoj meri u kojoj to dopušta struktura kreditnih plasmana banke i precenjena stopa kredita koji se stvarno otplaćuju o rokovima dospeća. U tom pogledu su najpovoljnija ona sredstva iz kreditnih plasmana koja se otplaćuju na vreme, dakle čije otplate povećavaju sredstva na žiro računu banke jer je banka računala na te sredstva i na bazi njihovog priliva stvorila nove kreditne obaveze. Pozitivnu ulogu imaju krediti koji se faktički otplaćuju na osnovu amortizacionih planova."[643] Naravno, ne može se računati na sredstva iz kreditnih plasmana koji se ne otplaćuju na vreme, kao ni na sredstva zamrznuta u okviru revolving kredita.[644]

Koliko će moći da se osloni u odbrani svoje likvidnosti na korišćenje sredstava iz otplaćenih kredita zavisiće pre svega od toga kojim komitentima je odobrila sredstva i u kom iznosu, odnosno kako je procenila kreditnu sposobnost dužnika. Ako je poslovna banka nedovoljno ili netačno kreditnu sposobnost dužnika onda ne može u odbrani svoje solventnosti u kalkulaciji uključiti sa sigurnošću sredstava iz takvih plasmana.

Problem određivanja potrebne likvidnosti bi uveliko bio pojednostavljen ako bi se promene kod depozita i tražnje za kreditima mogle tačno prognozirati. Uprkos teškoćama banke moraju da pokušaju da predviđaju nivoe depozita i kredita. Prognoze velikihbanaka su primarno razvijene kroz dva bazična metoda. Jedan način je da se analiziraju potrebe za kreditima i očekivani nivo depozita bančinih važnijih klijenata.

Drugi metod procene volumena kredita i depozita uključuje prognozu izvora i plasmana društvene akumulacije cele ekonomije. Ukupni bankarski krediti se određuju kao veličina koja uravnotežuje izvore i plasmane akumulacije, a pojedinačna banka može da proceni svoje učešće u kreditnim transferima. Manje banke nisu u mogućnosti da koriste ovaj metod jer nemaju uvežban personal koji bi bio sposoban za tako sofisticirane prognoze. U predviđanju depozita i kredita manje banke se oslanjaju na prošlo iskustvo. Karte i tabele koje pokazuju mesečne proseke za nekoliko godina se često koriste za davanje menadžmentu indikacija o očekivanim fluktuacijama u depozitima i kreditima.

6. OCENA BONITETA BANAKA I REJTING BANAKA

Bonitet savremene biznis orijentisane banke po pravilu reprezentuje sposobnost banke da u određenom roku izmiri dospele obaveze i da održi sposobnost poslovanja. U tom kontekstu, rejting (ili rangiranje) banke jeste izabrani model saopštenja (ilustracije) ocene boniteta, koji e može izraziti i putem kreditne sposobnosti banke i solventnosti dotične banke. Struktura bjlansa banke, kvalitet poslovanja banke i finansijske pozicije banke jesu stožerne tačke u analizi boniteta banke, koja je usredsređena na procenu mogućeg cash-flow-a, koji je

[643] Ćirović M., Monetarno–kreditne sistem, str. 204.
[644] Krediti koji se stalno prolongiraju.

refleksija sposobnosti banke da "proizvede" i gotovinu i profit u poslovnoj politici "bankarske industrije" sa minimiziranjem rizika (kreditnog, investicionog, konkurentnog i monetarnog). Bankarski ulagači, po pravilu, biraju između dobiti i rizika. U svojim odlukama, ulagači se "drže" određenih koeficijenata bankarskog poslovanja i finansijskog izeštaja, i to:

$$PA = \frac{NP}{A};\ PK = \frac{NP}{OF};\ RL = \frac{G + KHV}{D};\ KR = \frac{K}{A};\ RK = \frac{K}{RA}$$

gde su: PA - profitabilnost aktive, NP - neto prihod, A - aktiva, PK - profitabilnost kapitala, OF - osnivački fond, RL - rizik na tržištu, visoka stopa povraćaja fondova, široka zaštita aktive, umereno oslanjanje na kredite, konzervativna struktura kapitalizacije, osigurane izvore alternativnog obezbeđenja likvidnosti, visoka interna sposobnost stvaranja gotovine, osigurana prisrup finansijskom tržištu, široka margina profitnog pokrića fiksnih finansijskih operacija. U tom kontekstu, parametri analize kreditne sposobnosti jesu sledeći: (1) cash/flow kapacitet vraćanja duga, cashflow/ukupan dug, dug/ukupna kamata, (2) kapitalna intenzivnost, struktura trškova i kvalitet upravljanja, i (3) potencijalni rast, konkurencija i strateška pozicija. Tu su važni i koeficijenti profit/aktiva, profit/akcijski kapital i akcijski kapital/aktiva.[645]

U međunarodnoj paksi, zbog eksternih investitora i unapređenja poslovne politike banaka, ocenu boniteta banke na atraktivan i kompleksan način prezentuju američka investiciona banka Dean Witers (analiza kvantitativnih i kvalitativnih aspekata poslovanja banke) i švajcarska banka UBS (sistem koeficijenata). "Dean Witers" posmatra bonitet na osnovu analize kvalitetivnih i kvantitativnih aspekata poslovanja banaka. Analiza obuhvata sledeće komponente:

L - likvidnost, G - gotovina, KHV - kratkoročne hartije od vrednosti, D - depoziti, KR - kreditni rizik, K - krediti, RK - rizik kapitala, K - kapital, RA - rizična aktiva. To je važno znati unutar bankarskog informacionog sistema, pošto postoje različti "bankarski proizvodi" koji se nude komitentima i kojima se privlače klijenti, različite politike prikupljanja i plasiranja sredstava, rastuća konkurencija između banaka i banaka i drugih finansijskih organizacija i posrednika na tržištu novca, rastuća profitabilnost u inflatornim uslovima i rastuća rizičnost ulaganja (zbog povećane nelikvidnosti, nesolventnosti i nesigurnosti). Za ulagače su prethodne informacije važne i zbog nerazvijene ekonomsko-finansijske revizije poslovanja banaka (auditing) u inače tržišno orijentisanom bankarstvu.

U inostanoj praksi, po prof. Vasiljeviću, postoje dva vida ocene boniteta banke. "Prvi je predmet delatnosti specijalizovanih agencija za rangiranje - rejting agencija, a drugi je individualna ocena. U oba slučaja, analiza i ocene boniteta vezana je za sposobnost otplate dugova (uključiv i obaveze po kratkoročnim hartijama od vrednosti vanbilansne operacije), ili za vlasničke hartije od vrednosti

[645] E. Weslan i E. Brighom, Menagerial Finance, Hinsclale, Ilionis, 1977.

koje banke izdaju. Pored navedenih procedura, elementi ocene boniteta mogu se naći u raznim procedurama rangiranja banaka u specijalizovanim časopisima i drugim publikacijama, odnosno u drugim neformalnim izvorima.

Časopis Banker vrši uopšteno rangiranje banaka pema sledećim kriterijumima:

- snaga (kapital: apsolutni iznos procentne promene),
- veličina (aktiva: apsolutni iznos, procentne promene),
- kvalitet (kapital/aktiva),
- profit pre oporezivanja (apsolutni iznos, procentne promene),
- performanse (realni rast profita, profit/kapital, profit/aktiva).

Časopis Euromoney rangira banke uzimajući u obzir: deonički kapital, aktivu, stopu povraćaja na deonički kapital, stopu povraćaja na aktivu, troškove u odnosu na dobit neto kamatnu maržu, neto dobit, realnu profitabilnost, kreditni rejting i rejting nezavisnih analitičara. Stepen ponderisanja pojednih kategorija radi ustanovljavanja sintetičkog rejtinga koji predstavlja opštu ocenu rizičnosti[646] ulaganja, raličit je, polazeći od svakog navedenog kriterijuma.

Tzv. rejting agencije ocenjuju bonitet banaka na bazi razvijenih metodoloških postupaka, bogate procedure i razvijenih "finansijskih alata", pošto se gotovo savaki rejting naslanja naprocenu upravljačke strukture, profirta i bilansa dužnika. Dobar rejting, prema tome, inkorporira, rastući trend profita, rastuću spsobnost uzimanja kredita radi pokrivanja očekivanih i neočekivanih izdataka gotovine, dobru poslovnu poziciju na tržištu i jaku upravljačku strukturu. To su kvalitativne performanse rejtinga, kao tekuće procene kreditne sposobnosti dužnika u odnosu na utvrđenu obavezu (Standard and Poor's Corporation). Međutim, Moody's Investor Service (SAD), kod rejtingovanja izdavalaca dugoročnih hartija od vrednosti (i primalaca dugoročnih kredita) upotrebljava ocene sa stanovišta kreditnog rizika i to od najsigurnijih prema najnesigurnijim: Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca, C, sa numeričkim modifikacijama 1, 2, 3 u svakoj od ovih opštih ocena. Kod rangiranja kratkoročnih kredita, uključiv izdavaoca kratkoročnih hartija od vrednosti (prema navedenom principu): Prime - I, Prime - 2, Prime - 3 i Not prime. S and P. upotrebljava ocene AAA, AA, A, B, BB (investicioni stepen), BB, B, CC, CC (špekulativni stepen) i D (obustavljena plaćanja). Svaka od ovih kategorija može se modifikovati znacima + i -, koji označavaju modifikaciju naviše i naniže. Kod kratkoročnih hartija, ocenu su A-l, A-2 i A-3 (sigurni plasman), B, C, (špekulativni plasman) i D (obustava plaćanja). Poređenje ocena ove dve najveće svetske agencije za rejting dajemo u sledećoj tabeli:

[646] Vasiljević, dr B.: Uvod u analizu i ocenu boniteta banaka, Jugoslovensko bankarstvo 1-2/92. sl. 5-6.

INVESTICIONI STEPEN

Moody's		S and P
Aaa	AAA	Vrhunski kvalitet
Aal	AA+,	
AA2	AA	Visoki kvalitet i
Aa3	AA-	Vrlo jak
Al	A+,	
A2	A	Viši kvalitet
A3	A-	Jak
Baal	BBB+,	
Baa2	BBB	Srednji kvalitet
Baa3	BBB-	Adekvatan
NIŽI INVESTICIONI STEPEN		
Bal	BB+,	
Ba2	BB	Srednji kvalitet
Ba3	BBB-	Adekvatan
Caal	CCC+	
Caa2	CCC	Loša ocena
Caa3	CCC-	Mogućnost stečaja
Ca	CC	Visoko špekulativan
C	C	Najniži kvalitet

Svaka od navedenih ocena ima svoje odgovarajuće obrazloženje. Na primer, u praksi Moody's obveznice koje su ocenjene sa Aaa smatraju se za najkvalitetnije. Ulaganje u njih povlači najmanji stepen investicionog rizika i uobičajeno se one smatraju za prvoklasne. Otplata kamate osigurana je velikom ili izuzetno stabilnom maržom, a sigurna je i otplata glavnice. lako je verovatno da će se promentiti različiti elementi koji štite ulaganje, promene koje se mogu sagledati najverovatnije neće uticati na izuzetno jaku poziciju emitenata. S druge strane, obveznice koje su ocenjene sa C su najniže ocenjena klasa obveznica i može se smatrati da emisija, koja ima navedenu ocenu, ima izuzetno loše izglede da bilo kada stekne bilo kakav realan investicioni kvalitet. [647]

Sposobnost izdavalaca kratkoročnih hartija od vrednosti da na vreme otplate obaveze, čiji početni rok dospeća iznosi do jedne godine, reflektuje rejting kratkoročnih obaveza čiji izdavaoci imaju vođeću poziciju kapitalizacija (dugoročni dug, deonice, obeležja, obim, vrste),

- opšti opis organizacije, broj zaposlenih, imena rukovodilaca,
- karakteritike emitovanih obveznica,
- karakteristike emitovanih deonica,
- dividenda,

[647] Ibidem, str. 6.

- dobit i finansiranje,
- komparativna statistika (osnovne kategorije bilansa stanja i bilansa uspeha),
- posebni bilans stanja i bilans uspeha (osnovne kategorije),
- ime revizora.

Sistem koeficijenta šajcarske banke UBS (Annaual Report, 1990) karakterističan je po jasnoj identifikaciji izvora informacija (finansijskih izeštaja) koji se koriste:

Bilans uspeha

- Novčani tok (Cash Flow)/(ukupan prihod)
- Novčani tok/(kapital i rezrve)
- Novčani tok/ukupna aktiva
- Profit/kapital i rezerve
- Operativni prihod/ukupan prihod
- Prihod od usluga i drugi prihod/ukupan prihod
- Neto prihod od kamate/ukupan prihod
- Ukupan prihod/troškovi zaposlenih i opšti troškovi
- Prihod po zaposlenom
- Troškovi po zaposlenom

Bilans stanja

- Finansijski koeficijenti
- Kapital i rezerve/ukupna aktiva
- Obaveze prema bankama/obaveze od banaka
- Depoziti/krediti
- Štedni i drugi depoziti/hipoteke i zajmovi osigurani hipotekom

Struktura bilansa stanja

Aktiva

- Obaveze banaka/ukupna aktiva
- Krediti/ukupna aktiva
- Hipoteke i zajmovi osigurani hipotekom/krediti
- Obaveze banaka/obaveze prema bankama

Pasiva

- Obaveze prema bankama/ukupne obaveze
- Depoziti/ukupne obaveze

Ovako dezagregirani podaci pružaju mogućnost potencijalnom kreditoru/investitoru, da, koristeći komparativni pristup, prati i projektuje kvalitet rizika koji njegovo ulaganje ima. [648]

U bankarskoj praksi susreće se i ocena sigurnosti poslovanja banaka, koji koristi tzv. institucionalne koeficijente: stepen rizičnosti aktive, usklađenost ročne strukture, stepen adekvatnosti kapitala, koeficijent minimanlne likvidnosti, koeficijent profitabilnosti itd.

[648] Ibidem, str. 8.

7. POLITIKA KAMATNIH STOPA POSLOVNIH BANAKA I UPRAVLJANJE FINANSIJSKIM POTENCIJALOM

7.1. Teorije kamatne stope banaka

U finansijskoj teoriji i praksi, kamatna stopa jeste cena korišćenja novčanih i kreditnih sredstava na finansijskom tržištu. Vremenska preferencija finansijskih resursa je različita i otuđa je kontrabalansirana kamatom kao cenom korišćenja novca u jednom periodu. Stopa korišćenja novačnih resursa je po pravilu uvek veća u sadašnjem u odnosu na buduće vreme, usled čega treba platiti odgovarajuću tržišnu cenu njihovog korišćenja u odgovarajućem periodu. Štediše (suficitari) prodaju ili ustupaju svoja finansijska sredstva deficitarima (debitorima) uz ugovaranje odgo-varajuće naknade odnosno cene (kamate) i perioda korišćenja kapitala (roka povraćaja sredstava). Nivo kamatne stope treba da bude dovoljan za obezbeđivanje prioriteta buduće u odnosu na sadašnju potrošnju vlasnika kapitala. U odsustvu adekvatne kamatne stope vlasnici novčanih resursa bi davali prednost sadašnjoj u odnosu na buduću potrošnju (preferencija sadašnje iznad buduće potrošnje). Otuda se i štednja definiše kao deo tekućeg dohotka koji se žrtvuje, uz odgovarajuću kamatu, u cilju povećanja imovine u budućem periodu. Sa aspekta dela društvene zajednice koji štedi, kamata bi predstavljala specifični "trade-off" između funkcija sadašnje i buduće potrošnje.

Stopa prinosa realnih investicija (marginalna produktivnost investicija) sa druge strane određuje obim tražnje i nivo kamatne stope kapitala na finansijskom tržištu. Ponuda i tražnja kapitala i odnosi između stopa vremenske preferencije novca i stopa neto prinosa realnih investicija odrediće nivo kamatne stope. Na finansijskom tržištu dolazi do specifične razmene tekućih finansijskih resursa za buduće finansijske resurse. Kamatna stopa predstavlja instrument uravnotežavanja između obima štednje i ponude kapitala (kredita) sa tražnjom finansijskih resursa, apsorbovanja formirane štednje od strane realnih investitora, distribucije dohotka na potrošnju i investicije, alokacije finansijskih resursa i mobilnosti kapitala. Ravnotežna ili "prirodna" kamatna stopa formira se na nivou ravnoteže između obima ponude kapitala (kredita) i tražnje kapitala (kredita). Prema klasičnoj ekonomskoj teoriji "prirodna" kamatna stopa jeste stopa prinosa realnog kapitala. Realni prinosi kapitala formiraju se kao funkcija tehnološke produktivnosti kapitalnih dobara ili investicionih ulaganja. Na finansijskom tržištu formira se tržišna (novčana) kamatna stopa, na bazi odnosa između ponude i tražnje kreditnih odnosno novčanih resursa. Dugoročno potoji ravnoteža između dva tipa kamatnih stopa, dok na kratak rok dispariteti se objašnjavaju promenama nivoa cena. Dispariteti kamatnih stopa pokreću automatske tržišne snage ponovnog uravnotežavanja kamatnih stopa. [649]

[649] Dr. S. Jović, Bankarstvo, Naučna knjiga, 1990. str. 461-462

U savremenoj finansijskoj literaturi egzistiraju tri teorijska modela u eksploataciji formiranja tržišnih kamatnih stopa, i to:

1) Teorija preferencija likvidnost,
2) Teorija kreditnih fondova i
3) Teorija inflacionih očekivanja.

Po teoriji preferencije likvidnosti kamatne stope su determinisane odnosima između tražnje i ponude novčanih resursa. "Zasnovana je na Kejnzovoj teorijskoj konstrukciji transakcionih, opreznosnih i špekulativnih motiva držanja novca. Obim transakcionog novca određen je nivoom ekonomske aktivnosti. Ako se nivo ekonomske aktivnosti aproksimira kretanjern bruto društvenog proizvoda, tada će povećani obim ove varijabile zahtevati držanje većeg obima transakcionog novca. Obim opreznosnog novca je konstantan i nezavisan od nivoa ekonomske aktivnosti. Obim državnog špekulativnog novca je inverzan prema kretanjima nivoa kamatne stope: u periodima visokih kamatnih stopa poslovni subjekti će redukovati obim likvidnih rezervi i povećati obim kamatonosnih vrednosnih hartija. U očekivanju pada kamatnih stopa u narednom periodu, računa se na porast cena hartija i ostvarivanje određenog kapitalnog dobitka. Visoke kamatne stope dovođe do ekonomisanja i racionalizacije novčanih rezervi, odnosno prestruktuiranja novčanih holdinga i preokretanja rastuće u padajuću krivu kamatne stope. U periodima niskih kamatnih stopa povećava se preferencija držanja likvidnih rezervi na račun držanja vrednosnih hartija, sa očekivanjem pada njihovih cena u sledećem ciklusu povećanja kamatnih stopa. Stopa prinosa hartija od vrednosti jeste oportunitetni trošak držanja novca odnosno likvidnih rezervi".[650]

Isto tako, i teorija kreditnih fondova ("loanable fundus approach") određuje nivo kamatne stope na bazi odnosa između odnosa ponude i tražnje uzajmljivih finansijskih resursa. Analitički okvir teorije je finansijsko tržište, na kome se posmatraju ukupni finansijski tokovi, kreditni transferi i ulaganja u vrednosne hartije. Centralno pitanje jeste motivaciona snaga odobravanja kredita, korišćenja kredita, ulaganje u obveznice i ponude hartija od vrednosti. Teorijska objašnjenja zasnivaju se na analizi finansijskih tokova, dok je teorija preferencija likvidnosti u fokusu imala finansijska stanja (stok koncept). Ponuda kreditnih fondova je određena obimom štednje društva, stopom rasta novčane mase i obimom zaliha novčanih resursa. Povećanje obima štednje i nivoa novčane mase ima pozitivan uticaj na rast ponude kreditnih fondova, dok će rast zaliha novčanih resursa imati negativne efekte. Kriva ponude kreditnih fondova ima pozitivan nagib u odnosu na kretanje kamatne stope. Uprošćena jednačina formiranja ponude kreditnih fondova glasi:

$$\Delta LF_s = S + \Delta M - RM$$

$$ALF_s = S + AM - RM$$

[650] Ibidem, str. 462.

pri čemu simboli imaju sledeće značenje:

LF - kreditni fondovi
S - štednja
M - novčana masa
RM - novčane rezerve

Promene tražnje subjekata za kreditnim fondovima određene su potrebnim finansijskim resursima za ulaganje u porast kapitalnih investicija, trajnih obrtnih sredstava i likvidnosti. Obim porasta privredne aktivnosti, funkcije investicionih oportuiteta i stepena finansijske discipline određuju trendove tražje za kreditnim fondovima od strane privrede. Funkcija tražnje kreditnih fondova ima inverzan odnos prema kamatnoj stopi, usled čega će na odgovarajućem dijagramu postojati opadajuća kriva tražnje. Ukupna tražnja kreditnih fondova uključuje pored obima tražnje privrede i odgovarajuću tražnju fondova od strane države (deficitno finansiranje budžeta, projektno finansiranje komunalne infrastrukture i sl.) tražnju sektora domaćinstava i inostranstva, funkcija tražnje za krditnim fondovima ima sledeći izgled:

$$\Delta LF_d = \Delta B + \Delta G + \Delta SG + \Delta H$$

ΔFd - tražnja kreditnih fondova
B - tražnja privrede
G - tražnja države
SG - tražnja lokalnih državnih jedinica i
H - tražnja stanovništva [651]

7.2. Kamatna stopa, inflacija i finansijski potencijal banaka

Konačno, očekivane promene cena i kamatnih stopa reprezentuju teorijsku eksplikaciju promena kamatne stope u zavisnosti od inflacionih i deflacionih tendencija u privredi. Bazična postavka jeste uticaj promena cena na nivo realnog prinosa kreditora i nivo otplatnih obaveza debitora. U uslovima inflacije dolazi do redukcije nivoa realnih prinosa i obima otplatnih obaveza, dok bi deflatorna kretanja uticala na odgovarajuće povećanje ovog nivoa. Usled toga održavanje targetiranih obima prinosa, otplatnih obaveza i uopšte realne vrednosti kreditnih resursa odnosno novčane imovine, zahteva odgovarajuće korigovanje nominalne kamatne stope. Stepen korigovanja nominalne kamatne stope determinisan je stopom promena cena, odnosno potrebom da se kontrabalansira nastala promena kupovne snage novca usled delovanja inflatornih i deflatornih tendenija. U uslovima tržišne ravnoteže i stabilnog nivoa cena postojala bi ravnoteža nominalne (i) i realne (r) kamatne stope, dok bi u periodima promena nivoa cena osnovna funkcionalna relacija usklađivanja nominalne kamate bila: $i = r + p/p$.

[651] Ibidem, str. 464-465.

Izraz p označava dp/dt, odnosno promenu nivoa cena u periodu t, dok p označava nivo cena iz perioda (t-1).[652]

U finansijskoj teoriji i politici sve je značajnija polarizacija između kratkoročne i dugoročne kamatne stope.

Kratkoročna kamatna stopa se po pravilu formira na tržištu novca i to na bazi odnosa između "tražnje i ponude kratkoročnih finansijskih fondova. Promene obima tražnje mogu nastati usled promene obrasca ukupne privredne aktivnosti, stope inflacije, opštih performansi privređivanja i delovanja sezonskih cikličkih i stohastičkih momenata. U periodima uspona privredne aktivnosti i žili povećanja stope inflacije neizbežno dolazi do porasta tražnje za kratkoročnim novčanim resursima. Porast tražnje za novčanim fondovima može uslediti i na bazi strukturnih promena na tržištu hartija od vrednosti, povećanja deficita državnog budžetu i smanjenja obima izvornih prihoda države (poreza). U periodima investicionih talasa dolazi do povećanja tražnje za dugoročnim finansijskim fondovima, što se veoma brzo prenosi i na povećanje tražnje za kraktoročnim novčanim resursima. Ako je obim ponude kraktoročnih novčanih sredstava zadržan na konstatnom nivou, tada će navedene promene tražnje novca dovesti do porasta kamatne stope. Pri tome se polazi od bazične teorijske postavke o razdvojenosti tražnje i ponude novca.

Nivo kratkoročne kamatne stope određen je mešavinom faktora u oblasti tražnje i ponude novčanih resursa (likvidnosni efekat), formiranja poslovnih performansi privrede (dohodni efekat) i stabilnosti cena (inflacioni efekat). Višak tražnje u odnosu na ponudu novčanih resursa, poboljšanje novčanih performansi poslovanja i povećana stopa inflacije deluju na povećanje nivoa nominalne kamane stope. Deficit tražnje za novčanim resursima, pogoršanje privrednih performansi i niža stopa inflacije dovođe do redukcije nivoa tekućih kamtnih stopa. Jednačina formiranja nominalne kamatne stope na kratkoročnom finansijskom tržištu sadrži efekte stope likvidnosti, stope prinosa privrede i inflacione stope. Pri tome, postoje jaki interkauzalni odnosi između navedenih parametara. Realna kamatna stopa biće pod dominantnim efektima privrednih performansi i stopa prinosa u ekonomskom sistemu. Generalno važi zakonitost da nivo realne kamatne stope ne može biti iznad nivoa opšte stope prinosa (rentabiliteta, dobiti) ekonomskog sistema.

Kratkoročna kamatna stopa se vezuje za kratkoročne bankarske kredite, državne hartije od vrednosti, blagajničke zapise, bankarske certifikate, komercijalne papire preduzeća i sl. U razdobljima uspona ekonomske aktivnosti i poboljšanja ekonomskih performansi dolazi do porasta tražnje za navedenim instrumentima mobilizacije resursa i finansijskih investicija, na osnovu čega će uslediti povećanje kamatnih stopa. Porast obima pozajmljivanja finansijskih resursa, namenjenih pokrivanju porasta obima trajnih obrtnih sredstava, zaliha i deficita likvidnih sredstava, ima istosmerno kretanje sa kamatnom stopom. Oštrija restriktivna monetar-

[652] Ibidem, str. 466.

na politika u okvira stabilizacione politike uvek rezultira u povećanju kamatne stope."[653]

Na kraju, valja konstatovati da su i dugoročne kamatne stope povezane sa kratkoročnim kamatama, pošto i debitori i kreditori utiču na formiranje nivoa kamata na bazi prosečnih tekućih i očekivanih kratkoročnih stopa. Otuđa su dugoročne kamatne stope u matematičkom smislu geometrijski ponderisani prosek tekućih i očekivanih kratkoročnih kamatnih stopa. Kada se u takvom sintetizovanom proseku doda određena premijska margina dobiće se prosečne dugoročne kamatne stope. "Otuda se može konstatovati da su faktički promene prosečnih dugoročnih kamatnih stopa pod uticajem očekivanih promena kratkoročnih kamatnih stopa. Teorijski posmatrano, dugoročne kamatne stope su determinisane faktorima formiranja štednje i rentabiliteta investicija u makrosistemu, dok su znatno manje pod uticajem monetarnih faktora. Ponuda i tražnja kapitalnih fondova ima važan uticaj na formiranje odgovarajućeg nivoa dugoročnih kamatnih stopa. Kada zemlja želi da poveća priliv inostranog kapitala, povećaće dugoročne kamtne stope i na taj način delovati na atraktivnost inostranih investitora.

Prema teoriji nepristrasnih očekivanja ročna struktura kamatnih stopa određena je predviđanjima (anticipacijama) kretanja kamatnih stopa u budućem periodu. Usled toga će kamatne stope na dugoročne obveznice i kreditne plasmane biti određene na bazi anticipacije kretanja kamata u narednom periodu od nekolko godina. U građenju dugoročnih kamatnih stopa kaikulišu se samo generalizovana očekivanja kretanja kamatnih stopa na finansijskom tržištu. U uslovima anticipacije pada kamatnih stopa u narednom periodu, dugoročne kamatne stope su niže od tekućih kratkoročnih. Prema ovoj teoriji dugoročne kamatne stope su specifična vrsta konformnih kamata, usklađivanih na bazi objektizovanih i sumarnih očekivanja tržišnih subjekata u pogledu kretanja kamata u predstojećim razdobljima. U uslovima predviđanja stabilnih kamatnih stopa tržišni subjekti će biti indiferentni u pogledu izbora ročne struture kredita ili portfelja. U uslovima visoko razvijenih finansijskih tržišta buduća kretanja kamatnih stopa mogu biti pod relativno snažnim uticajima samih anticipacija i ponašanja monetarnih institucija na bazi signala tržišta.

Prema komplementarnoj teoriji likvidne premije, dugoročne kamatne stope sadrže pozitivnu marginu u odnosu na kratkoročne zbog kompenzacije za žrtvovanje likvidnih sredstava. Debitori na tržištu kapitala plaćaju povišene kamate (kamatne premije) kreditorima za odricanje od posedovanja likvidnih resursa. Kod toga se pretpostavlja pozitivna kriva formiranja prinosa u budućem periodu. Likvidna premija je povezana i sa nesigurnošću formiranja budućih prinosa i dohodaka: marginalni kreditori na bazi pozitivne kamate kamatne margine usmeravaju svoje akumulativne fondove u plasmane sa drugim rokovima dospe-

[653] Ibidem, st.47l-472.

vanja. Veći stepen neizvesnosti i nesigurnosti u pogledu kretanja na tržištu povećava marginu likvidne premije”. [654]

7.3. Realna kamata i tržište kapitala

Kamata je, videli smo, cena upotrebne vrednosti zajmovnog kapitala. Često se kamata objašnjava kao “cena za odricanje likvidnosti” (raspolaganje novcem u određenom periodu vremena). Marksistička teorija kamate objašnjava je kao deo bruto profita, koja je, stoga, redovno manja od profita, a kamatna stopa (u zdravoj ekonomiji) redovno niža od profitne stope. Inače u uslovima krize, kada je kamatna stopa visoka (kriza likvidnosti), a profitna stopa niska, može se desiti da je kamatna stopa više u odnosu na profitnu stopu. Celi bruto profit odlazi na kamatu bankar-skom kapitalu (zajmovnom kapitalu). Visoka kamata derogira investicije i želje za investiranjem potencijalnih investitora. Na tržištu zajmova kapitala redovno se prati dugoročna kamatna stopa (za kratkoročnu kamatu na tržištu novca). U slučaju da je kamatna stopa visoka i da ugrožava sektor investicija i zaposlenosti, uz mogućnosti produbljivanja krize, država preko monetarne politike obara kamatnu stopu ohrabrujući investicije, posebno u uslovšma kada se zbog visoke kamate javlja tendencija hiperakumulacije kapitala. Uz nižu kamatu na zajmovni kapital postaju rentabilne i one investicije (uz ostale uslove ceteris parihus) koje to nisu bile uz visoku kamatnu stopu.

Ovde se uglavnom radi o nomninalnoj kamatnoj stopi, onoj koja se pojavljuje na finansijskom tržištu i koja određuje odnose ponude i tražnje zajmovnog kapitala. Nominalna kamata je i predmet regulacije ekonomske i monetarne politike. Međutim, uz nominalnu postoji i realna kamatna stopa. Realna kamatna stopa je nominalna kamata korigovana za indeks cena na malo (stopu inflacije). To je dovoljno dobar reprezentant realne kamate da se danas najčešće upotrebljava u ekonomskim analizama. Realna kamata se u osnovi izračunava na sledeći način:

$$1+i_r=\frac{1+i_r}{1+p};\ i_r=\frac{1+i_r}{1+p}-1=\frac{1+i_r}{1+p}+\frac{1+p}{1+p};\ i_r=\frac{i+p}{1+p}$$

Realna kamata (ir) i stopa inflacije (p) stoje u obrnutoj srazmeri. Ako je stopa inflacije niska tada se nominalna i realna kamata gotovo izjednačavaju. Zbog toga se realna kamata približno izražava kao razlika nominalne kamate i stope inflacije:

$$i_r=i_n-p$$

Ako je nominalna kamata 10%, a stopa inflacije 5% tada je reaina kamata oko 5%. Negativna realna kamatna stopa znači da se pozajmljeni kapital nakon izvesnog vremena “topi” jer je stopa inflacije veća od nominalne kamatne stope.

[654] Dr Slobodan Komazec: Novac, kredit i kamata..., izd. Štampa, Šibenik, 1975, str. 142-188.

U slučaju potojanja negativne realne kamate izostaje ponuda zajmovnog kapitaia na finansijskom tržištu. Vlasnici kapitala umesto u realne investicije ulaze u spekulativne oblike plasmana kapitaia (brzi obrt kapitala, korišćenje inflacije u finansijskim transakcijama, kratkoročno pozajmljivanje sredstava, pritisak na dizanje no-minalne kamate, beg od novca u realna dobra). Sve su to karakteristike inflatorne ekonimije koja brzo obezvređuje novčani kapital, uz rešenje "sklonosti ka štednji" iz dohodaka.

Stopa inflacije uglavnom određuje visinu realne kamatne stope. Galopirajuća inflacija dovodi do duboko negativnih kamatnih stopa. Monetarna iluzija, prema kojoj se ponašanje svih subjekata, nosilaca dohodka i štednje, određuje nominalnom kamatom, u takvim uslovima nestaje. Formiranje štednje iz dohotka izostaje, sklonost potrošnji se naglo povećava (čak i neracionalnoj potrošnji), ponuda novačnog kapitala na tržištu kapitala opada.

Realna kamatna stopa u osnovi zavisi od nekoliko faktora (direktnog i indirektnog delovanja):

- Stopa inflacije (stvarna i očekivana stopa porasta cena),
- Nominalna kamatna stopa,
- Odnos ekonomske politike prema kamatnoj politici uopšte,
- Strukfura kapitala predazeća (sopstveni ili pozajmljeni kapital) i zavisnost od tržišta kapitala, odnosno bankarskih kredita,
- Per capita dohodak i mogućnosti formiranja štednje iz dohotka i uz nižu nominalnu kamatu,
- Orijentacija makroekonomske politike na stimulaciju investicija i privrednog rasta, uz stvaranje povoljne poslovne klime (i uz inflaciju to može da podstakne ponudu kapitala),
- Inflaciona očekivanja i poslovni izgledi u budućnosti,
- Veća ili manja otvorenost privrede i uticaj svetskog finansijskog tržišta (i kamatnih stopa) na domaće tržište kapitala i bankarski sistem.

Postoje, dakle, brojni faktori koji deluju na visinu i promene nominalne i realne kamatne stope, na koje ekonomska politika svake zemlje mora da računa.

GLAVA JEDANAESTA

KREDITNI SISTEM I KREDITNI POSLOVI

1. TEORIJSKE OSNOVE MONETARNO – KREDITNOG SISTEMA

Savremena privreda je u osnovi kreditna privreda. Bez razvijenog bankarskog kredita proces proizvodnje, prometa i razvoja ne bi se mogao razvijati.

Svaka moderna privreda zadržava sve kreditne institucije koje su se u kapitalizmu vanredno razvile. Ovde bi se, na prvom mestu, mogle istaći: novac, kredit, kamate i dr.

Nužnost postojanja kredita u našoj privredi proizlazi iz:

- Postojanja tržišnog mehanizma i robno–novčanih odnosa u privredi,
- Potrebe racionalnog korišćenja slobodnih novčanih sredstava na mestima, gde se postižu najveći ekonomski i drugi efekti,
- Sistema planskog usmeravanja celokupnog ekonomskog razvoja, i, saglasno s tim, racionalnog plasiranja novca i kredita u određene pravce, odnosno grane.
- Korišćenje svih kreditnih finkcija i prednosti u robnoj privredi.

Pođemo li od toga da kreditni sistem predstavlja skup svih zakonskih propisa, institucija i instrumenata, na kojima se zasniva način i metodologija kreditiranja u jednoj zemlji, očito da je kreditni sistem dobija sva institucionalna obeležja pri vrednog i političkog sistema. Dakle, kreditni sistem je proizvod privremenog i političkog sistema.

U administrativnom periodu razvoja privrede, kreditni sistem se zasniva na planskoj distribuciji kredita i novca, uz potpuno izostajanje tržišnih elemenata na ovom području.

Novi privredni sistem zahteva i svoju drugu stranu – novi kreditni sistem, sistem koji mora da unese nove ekonomske kriterije novca i kredita. Kamata se pretvara od čisto sekundarnog, i gotovo beznačajnog, u dosta izražen elemenat kreditne politike. Od gotovo simbolične i beznačajne kamate, prelazi se na celokupnu kamatnu politiku, a ona, sa svoje strane, treba da osigura racionalnu upotrebu sredstava i privlačenje neutrošenih novčanih sredstava u bankarski sistem. Time se stvaraju osnove i za novu kreditno–monetarnu politiku i nove razvijenije mere monetarnog regulisanja u sklopu razvijenije kreditno–monetarne politike.

Teorijski, naš novi kreditni sistem zasnovan je na teorijskim koncepcijama koje se javljaju u nas 1963. godine[655] i sistemu kreditiranja, uvedenom 1965. godine.[656] Polazne osnove kreditnog sistem zasnivaju se na nekoliko bitnih pitanja:

- Kako vršiti kreiranje (stvaranje) novca i novčane mase u privredi kroz aktivnost bankarskog sistema, i
- Odvajanju kredita iz emisije i kredita iz akumulacije (raspodele nacionalnog dohotka).

Kreiranje novca i novčane mase na potrebnom nivou, srazmerno s porastom proizvodnje i prometa, predstavljalo je centralno pitanje kreditnog sistema u uslovima razvijenog papirnog i depozitnog novca. Postavlja se pitanje: na kojim osnovama treba da se vrši kreiranje novca, da bi u prometu bila optimalna količina tako da od strane novca i monetarne politike ne bi dolazilo do poremećaja stabilnosti ekonomskog razvoja. Videli smo iz prethodnog izlaganja[657], da sektor banaka ima monopolsko pravo kreiranja novca i da u prometne kanale ubacuje novac za:

- Kreditiranje reprodukcione sfere ili prometnog procesa u privredi, ili
- Kreditiranje finalne potrošnje.

Samo kreditiranje prometnog procesa znači ubacivanje novca u privredu, ali bez povećanja platežno sposobne tražnje na tržištu, kao što je slučaj s kreditiranjem finalne (krajnje) potrošnje. Kriterijum za stvaranje novca je stvaranje roba u društvenoj reprodukciji, dakle kretanje robe.[658]

$$N\text{-}R\ldots F\ldots\text{-}R_1\text{-}N_1$$

Bankarsko kreditiranje reprodukcije. preko sistema kreiranja "primarnog" novca, vezano je, dakle, za prometnu sferu, za kretanje robe od proizvodnje do potrošnje. Pođemo li od navedene šeme proširene reprodukcije, banke će ubaciti kredit na onim mestima na kojima iz procesa proizvodnje roba ulazi u promet. Na osnovu društvenog priznanja da je roba stvarno našla kupca (menica, faktura i dr.), privredna organizacija se pojavljuje kod banke za kratkoročni kredit. Svaki kratkoročni banarski kredit dat potrošačima ili investitorima znači deficitarno finansiranje, odnosno bankarsku emisiju novčanih sredstava (stvaranje nove kupovne snage) bez ikakvog pokrića. To znači da finalni potrošači ne mogu dobiti bankarske kredite, a da to nema za posledicu inflacione implikacije u robno–novčanim proporcijama. Proizvedena i u promet stavljena roba sadrži utrošeni "novčani kapital" privredne organizacije u proizvodnji navedene robe i deo viška rada

[655] Teorijske osnove novog kreditnog sislema postavio je dr N. Miljanić, u svojim poznalim radovima, a naročito u delu: Novac i kredit u procesu društvene reprodukcije, Informator, Zagrcb, 1964.

[656] Zakon o bankama i kreditnim poslovirna, Sl. list, br. 10/65 – Zakon o izmeni i dopuni Zakona o bankama i kreditnim poslovima. Sl. list SFRJ, br. I i 17/1967.

[657] Videti odeljak „Monetarni aspekt društvene reprodukcije" u kojem je teorijski šire dato objašnjenje, delovanja bankarskog kredita u pojedinim fezama procesa reprodukcije.

[658] Predujam „kapitala" za proizvodnju u uvećanim razmerama potrebno je vršiti samo putem akumulisanih sredstava iz tekuće raspodele društvenog proizvoda, ali bez bankarskih kredita.

(vrednosti). "Novac kreiran funkcijom bankarskog kredita koji je izvršio ovaj promet (ne samo promet robe već zajedno s ovim i promet viška vrednosti) obavljao je ovu funkciju novca kao prometnog sredstva[659] Bankarski kredit "oslobađa" angažovani kapital radne organizacije i deo viška vrednosti sadržan u robi i pre stvarne realizacije robe, dakle bankarski kredit omogućava da se prenosi vremenski interval od momenta proizvodnje do momenta realizacije, održavajući pri tome kontinuitet celokupne reprodukcije u preduzeću. Kreditni odnos treba da traje koliko i prometni proces. Momentom ulaska robe u sferu potrošnje (opšte, lične ili investicione) kreditni odnos treba da se gasi. Na ovako pojednostavljeno prikazanom odnosu zasnivaju se brojni i složeni stalni odnosi banaka i preduzeća – korisnoka kredita u sistemu kreditiranja. Proces emitovanja novca za robu koja ulazi u promet je kontinuiran, kao što je proces povlačenja novca iz prometne sfere stalan, kada roba izlazi iz prometnog procesa i ulazi u proces potrošnje. U procesu stalnog stvaranja i poništavanja novca stvara se, odnosno podešava, potrebna novčana masa u procesu ekonomskog razvoja.[660]

Teorijski je prihvaćen stav da se kreiranje novca vrši isključivo u prometne kanale – kada novac samo "pokriva" određenu, već proizvedenu robu.[661] U tom slučaju od strane novca i kredita ne može doći do poremećaja monetarne stabilnosti, jer kretanja robnih i novčanih fondova u privredi su paralelna.

Kreiranje novca može se vršiti i njegovim ubacivanjem u sferu finalne potrošnje. U tom slučaju pri kreiranju novca, putem kreditiranja konačne potrošnje» obično dolazi do stvaranja finalne potrošnje u odgovarajućem iznosu datog kredita. U proces reprodukcije je ubačena povećana masa novca iznad mase robe i van potreba koje zahteva data visina i raspodela društvenog proizvoda. Nasuprot određene mase robe koja odlazi u finalnu potrošnju, imamo stvorenu veću masu finalne tražnje i inflacioni poremećaj. „Na taj način takav proces kreiranja novčane mase ima za posledicu stvaranje povećane tražnje koja nema robno pokriće". Od visine ovog kredita zavise i poremećaji do kojih može doći na tržištu.[662] Osim navedenog poremećaja, sistem kreiranja novca potrošnje dovodi i do poremaćaja u raspodeli nacionalnog dohotka, jer se kroz povećanu kupovnu snagu krajnjih potrošača povećava ili smanjuje udeo određenog oblika potrošnje, odnosno akumulacije u nacionalnom dohotiću. Prema tome, bitno je da se emisija novca vrši neposredno samo u proces prometa, a ne i u procesu raspodele. To, istovremeno, znači da svaki bankarski kredit dat učesnicima, u konačnoj raspodeli dohotka znači emisiju banke bez odgovarajućeg pokrića u robi (deficitno finan-

---

[659] Dr S. Komazec: Teorija optimalne novčane mase i efikasnost monetarne politike, Jugoslovensko bankarstvo, br. 10,1977.

[660] Videti: dr H. Miljanić, op. cit..str. 19–21 idr Milutin Ćirović: Mehanizam emisije novca i kredita (skripta), Skoplje, 1963,str. 100

[661] Dr Slobodan Komazec: Monetarna teorija i savremene koncepcije novca i kredita. Ekonomski fakultet, Skoplje. postdiplomska studija iz Monetarno–kreditne teorije i politike, Skoplje. 1978.

[662] Dr N. Miljanić, op. cit., str. 22.

siranje), ali s odgovarajućim stvaranjem debalansa robnih i novčanih fondova s inflacionim implikacijama.[663]

Zbog svega navedenog, u našem kreditnom sistemu se ne dozvoljava kreditiranje opšte (budžetske), lične i investicione potrošnje iz emisije.

Time je istovremeno data i objektivna granica emisiji novca centralne banke i kredita poslovnih banaka na bazi depozitnog novca. Direktan odnos kreditiranja između Narodne banke i preduzeća – korisnika kredita, ne postoji, on je formiran na relaciji centralna banka – poslovna banka – preduzeće.

Na navedenim principima bilo je zasnovano snabdevanje privrede potrebnom količinom novca (novčana mase) i finansiranje proširene reprodukcije (investicioni kredit). Time je došlo i do striktnog odvajanja u kreditnom sistemu kratkoročnih i investicionih kredita banaka.

Iz navedenog načela proističe i drugo, naime, odvajanje kredita iz emisije i iz kratkoročnih depozita banaka od kredita na bazi neutrošene akumulacije koncentrisane kod banaka.

Ovakav sistem emisije i kreditiranja privrede treba shvatiti kao naš specifičan teorijski sistem, sistem koji odgovara našim uslovima[664] a ne generalan, koji bi odgovarao svim socijalističkim ili kapitalističkim kreditnim sistemima.

Radi se ovde, pre svega, o nerazvijenom tržištu vrednosnih papira, tržištu "kapitala", tržištu novca, nerazvijenim oblicima štednje, nedovoljnoj efikasnosti kamatne stope, visokom stepenu nestabilnosti privrede i gotovo isključivo bankarskom finansiranju, odnosno kreditiranju privrede."[665]

2. KREDITNI POSLOVI

Ekonomska i finansijska teorija ne daje jedinstvenu klasifikaciju različitih oblika kredita, mada se ugiavnom dele na sledeće oblike, i po sledećim karakteristikama:

1) Po rokovima na koje su odobreni:

- kratkoročni,
- srednjoročni,
- dugoročni.

2) Po obliku osiguranja kredita;

---

[663] Dr M. Ćirović: op. cit.,str. 30 i S. Komazec: Efekti kreditno–monetarne politike poslovne banke, magistarska disertacija, Beograd. 1966, str. 28, dr M. Vučković: Savremeni problemi... str. 39. Navedeni problem kreditiranja finalne potrošnje šire smo obradili nešto kasnije preko analize kreditiranja budžeta federacije, delovaja platno–bilansne neravnoteže i delovanja bankarskog kredita u sferi finalne potrošnje.

[664] Dr S. Komazec: Mehanizam i institacije finansiranja ekonomije, Ekonomski fakultet, Beograd, postdiplomska studija, 1977. str. 4–16.

[665] Probleme finansiranja jugoslovenske privrede, kao i mehanizam, institucije, instrumente i druge karakteristike, Šire smo obradili u knjizi: Strategija finansiranja ekonomskog rasta, Čigoja štampa, Beograd, 1996, str. 560.

- Neosigurani
- osigurani.

3) Po vrstama kreditora:

- bankarski kredit,
- državni kredit,
- komercijalni,
- kredit osiguravajućih društava,
- kredit privatnih lica,
- konzorcijalni (meta) kredit.

4) Po vrstama zajmotražilaca:

- poljoprivredni kredit,
- industrijski kredit,
- komunalni (stambeni),
- lični kredit.

5) Po vrstama korišćenja:

- potrošački kredit,
- industrijski kredit,
- kredit za formiranje početnih sredstava (kapitala) kompanija,
- investicioni,
- sezonski,
- kredit za otklanjanje sezonskih teškoća,
- kredit za operacije vrednosnim papirima,
- uvozni kredit,
- izvozni kredit.

U nerazvijenom ili nedovoljno razvijenom tržištu novca, kamate i tržištu kapitala, banke su u potpunosti preuzele ulogu kreditiranja i finansiranja reprodukcije.

Prema izvorima (sredstvima) iz kojih se odobravaju i vremenu na koje se daju krediti se dele u našem bankarskom sistemu na:

- Kratkoročne,
- Investicione ili dugoročne, i
- Potrošačke kredite.

Međutim, moramo naglasiti da se, ipak, radi o dve vrste kredita, i to: kreditima iz emisije i kreditima iz akumulacije (štednje, dohotka). Krediti iz emisije su kratkoročni (emisije centralne banke i krediti iz depozitnih sredstava banaka), a krediti iz akumulacije dugoročni. Ukoliko se potrošački krediti odobravaju iz emisije, radi se o kratkoročnim, a ukoliko se odobravaju iz štednje u pitanju su dogoročni.

Za kreditiranje robnog prometa u međufaznoj realizaciji (kupovina i prodaja robe) obično je najduži rok od tri meseca, osim rektih izuzetaka kod delatnosti kod kojih je ciklus reprodukcije izuzetno dug (poljoprivreda, brodogradnja i sl.). Ovde je za korišćenje kredita uglavnom podnošenje (banci) dokumenata o

izvršenoj isporuci, prodaji ili kupovini određene vrednosti robe (prodaja ili kupovina robe). Kredit se redovno odobrava prodavcu, ali i kupcu – ukoliko je to trgovinska organizacija.

Prema izloženim načelima kreditnog sistema, kreditiranje robnog prometa omogućava:

- Realizaciju proizvođene robe,
- Normalni nastavak procesa reprodukcije,
- Naknadu uloženih sredstava i viška rada, i
- Snabdevanje privrede potrebnom količinom novca.

Krediti za robni promet i zalihe predstavljaju osnovne kanale za snabdevanje privrede novčanim sredstvima (novac je ovde u ulozi "neutralnog faktora" sredstva prometa i plaćanja).

Krediti za zalihe robe obuhvataju kredite za sezonske zalihe, za zalihe robe pripremljene za izvoz, izvanredne zalihe i dr. Rok kredita zavisi od vrste zaliha.

Krediti za određene poslove obično se odobravaju za sledeće namene: za proizvodnju i pripremu robe za izvoz, za proizvodnju poljoprivrednih proizvoda, za proizvodnju stanova za tržište, za proizvodnju i promet filmova, pripreme i zalihe određenih izdanja knjiga i sl. Rok kredita kreće se od 1–3 godine.

Izmenom Zakona o bankama i kreditnim poslovima, došlo je do značajnih izmena u sistemu kratkoročnog kreditiranja privrede i novih odnosa na relaciji: Narodna banka – poslovne banke.

Radi se o sledećim osnovnim promenama:

1. Narodna banka ne propisuje više uslove kreditne sposobnosti privrednih i drugih organizacija. Poslovne banke potpuno samostalno donose kriterije kreditne sposobnosti i druge zahteve kojim štite svoju likvidnost i sigurnost plasmana,
2. Narodna banka ne propisuje više vrste, uslove korišćenja i namene kredita, već samo načelno kaže da se "krediti mogu davati za promet robe, za sezonske i vansezonske zalihe i druge kratkoročne potrebe za obrtnim sredstvima". Doduše, i ovde se posebno naglašava da se kratkoročni krediti ne smeju davati za finalnu potrošnju, dakle, za ličnu, opštu i investicionu potrošnju. Ukida se i kreditiranje neprivredne potrošnje iz emisije – jer se ona svodi na investiciona sredstva.
3. Narodna banka samo generalno određuje najduži rok kredita, ali ne određuje više rokove za svaki oblik kredita i dr.

Poslovne banke su ovim postale samostalnije, ali uz veću odgovornost za plasiranje sredstava, za rokove, kvalitet kredita, mogućnost vraćanja i dr. Ukinuto je "načelo automatizma" kredita; kreditni odnos je sveden na ekonomsku osnovu u odnosima: poslovne banke – preduzeća. Princip likvidnosti, poslovnosti i sigurnosti banke posebno dolazi do izražaja, čemu mora biti podređena celokupna po-

slovna politika banke. To je i omogućilo ukidanje usmerenja sredstava banaka na investicione i kratkoročne kredite u najnovijoj fazi razvoja sistema kreditiranja.[666]

Istina, u novoj reformi monetarnog sistema i centralne banke iz 1992. godine predviđa se postepeno ukidanje selektivnih kredita i prelazak na sistem emisije novca, preko kupovine i prodaje hartija od vrednosti na finansijskom tržištu. To je poznata "politika otvorenog tržišta", kao mehanizam fine regulacije u monetarnom upravljanju. Na žalost, osnovne pretpostavke za taj fini mehanizam regulacije ne postoje.

2.1. Kratkoročni bankarski krediti

Kratkoročne kredite mogu odobravati privrednim organizacijama na bazi depozita po viđenju, kredita dobijenih od Narodne banke i drugih poslovnih banaka. Radi se o kreditiranju koje se odobrava za rok od godinu dana, izuzetno na dve godine. Ovim kreditima se primarno i u najvećem stepenu deluje na količinu novca (novčanu masu) i likvldnost privrede.

Kratkoročne kredite banke mogu odobravati privrednim organizacijama, ustanovama koje imaju neravnomemo priticanje prihoda, fondovima i dr.
Kratkoročni bankarski krediti obično se odobravaju za sledeće namene:

1. Za promet robe u međufaznoj realizaciji (ne za realizaciju finalnih proizvoda),
2. Za sezonske zalihe gotove robe i repromaterijala,
3. Za zalihe robe pripremljene za izvoz,
4. Za izvanredne zalihe,
5. Za određene poslove.

Kredite za promet robe banke odobravaju privrednim organizacijama za prodatu, a neplaćenu robu, a trgovinskim organizacijama za kupljenu, a neplaćenu robu. Krediti za promet robe, u smislu naših ranijih izlaganja, ne mogu koristiti krajnji potrošači.

Kredite za sezonske zalihe gotove robe i repromaterijala, zalihe robe pripremljene za izvoz i posebno vanredne zalihe, banke mogu odobravati u svim slučajevima – kako to odredi Narodna banka.

Rokove vraćanja, kamatne stope, uslove korišćenja i vraćanja određuje Narodna banka posebnom odlukom u skladu sa smeraicama monetarno–kreditne politike. Navedenim kreditima privrede se snabdeva, kada monetarno–kreditna politika deluje neutralno na siabilnost privrede.

Banke ne smeju odobravati kratkoročne kredite za pokriće gubitaka, za nekurentne zalihe robe i sl. jer se tada radi o deficitnom finansiranju. Takve potrebe se mogu finansirati samo na bazi investicionih sredstava.

---

[666] Banka se pri tome obavezuje da jedan deo ukupnog kreditnog potencijala drži u kratkoročnim plasmanima (npr. 20% u nas), a ostali deo potencijala u dugoročnim plasmanima.

Međutim, banke mogu odobravati kratkoročne kredite i za određene i posebne poslove u svrhu aktiviranja određenih proizvodnih kapaciteta (proizvodnja brodova na kredit, proizvodnja i izvoz opreme na kredit i dr.) i postizanja određenih razvojnih ciljeva. Ovi krediti se odobravaju posebnom odlukom Narodne banke.

2.2. Investicioni krediti banaka

Investicioni krediti obuhvataju redovno sve kredite, odobrene na osnovu sredstava kod banaka koja potiču iz raspodele nacionalnog dohotka. Osnova im je, dakle, akumulacija. Što se tiče dužine vremena na koje se odobravaju, ovaj oblik kredita ima dugoročni karakter. Istina, iz ovih sredstava dozvoljeno je bankama da kreditiraju finalnu potrošnju, ali se u tom slučaju ne radi o deficitnom ili inflacionom finansiranju reprodukcije.

Investicione kredite banke mogu odobravati privrednim i drugim radnim organizacijama i društveno–političkim zajednicama za finansiranje osnovnih i trajnih obrtnih sredstava, i to kako za privredne tako i za neprivredne investicije. Banke mogu investiciono kreditirati i druge poslovne banke.

Investkone kredite banke mogu odobravati iz sledećih izvora:

- Novčanog dela fondova banaka, osim posebnog rezervnog fonda banke,
- Oročenih depozita kod banaka s rokom dužim od jedne godine (stanovništva, privrednih i drugih subjekata, oročenih deviznih sredstava),
- Investicionih sredstava, pribavljenih kod drugih poslovnih banaka u zemlji (međubankarski investicioni krediti),
- Investicionih sredstava pribavljenih kod drugih finansijskih institucija u zemlji i inostranstvu,
- Udruženih sredstava akcionara, preko banaka,
- Akcionarskog kapitala banke i dr.

Sva ova sredstva formiraju investicioni potencijal banaka, a on se može koristiti i za kratkoročno kreditiranje privrednih i drugih subjekata.

Banke mogu investicione kredite odobravati i iz kratkoročnih depozita, što je poznato kao proces ročne transformacije sredstava. Pri tome moraju strogo voditi računa o bilansnoj ravnoteži u prilivu i odlivu sredstava, jer u protivnom lako mogu otići u zonu nelikvidnosti i nesolventnosti (kada se pretera sa plasmanima kratkoročnih sredstava u investicije). Takav proces je specifičan za svaku banku.

2.3. Potrošački krediti – krediti stanovništvu

Potrošački krediti se odobravaju uglavnom na osnovu formiranih štednih uloga kod banaka.[667] Svrha potrošačkog kredita, kao posebnog oblika kredita,

[667] Videti šire o prirodi i funkcijama potrošačkog kredita u knjizi: dr Asim Strnjak: Teorija potrošačkog kredita, Informator. Zagreb, 1971.

definisana je u Zakonu o bankama..., gde se pod potrošačkim kreditima podrazumevaju "krediti koji se daju građanima... radi podsticanja potrošnje i regulisanja zaliha određenih vrsta proizvoda."[668]

Potrošački kredit time postaje značajno sredstvo konjunkture ekonomske politike.

Po svom karakteru ovo su krediti koji spadaju u finalnu potrošnju i ne mogu se odobravati iz depozita po viđenju, isključivo na bazi investicionih sredstava (štednje) kod banaka. Ovde spadaju sledeća sredstva: slobodni i oročeni štedni ulozi, sredstva fondova banaka, oročeni depoziti i sredstva prikupljena izdavanjem obveznica.

U našem kreditnom sistemu sredstvima štednje stanovništva u potpunosti se pokrivaju potrošački krediti, čak se najveći deo sredstava preliva u pravcu kreditiranja privrede.

Bez obzira iz kojih sredstava se odobravaju ovi krediti, banke se morajti pridržavati određenih propisa, donesenih od strane Narodne banke. Istina, ove kredite mogu odobravati i trgovačke radne organizacije, ali to prelazi okvire ovog rada (od ukupno odobrenih kredita stanovništvu sredinom 1996. godine, oko 90% su kredit banaka, a 10% krediti radnih organizacija).

Osnovni elementi kojima se reguliše ponašanje potrošačkih kredita su sledeći:

a) Dužina rokova otplate (vraćanja) kredita,
b) Učešće korisnika kredita u gotovom,
c) Kamatna stopa i,
d) Namene za koje se daju krediti.

Dužina rokova kredita uglavnom je bila diferencirana po namenama: za kupovinu industrijske robe 24 meseca, za kupovinu uglja 10 meseci, za kupovinu automobila 30 meseci i sl.

Učešće u gotovom određeno je, osim za kupovinu uglja, najčešće od 10–20% iznosa kredita.

Kamata je bila utvrđena na 12%, mada je kamata tada kao elemenat kredita imala vrlo malo regulativno delovanje u našoj privredi, zbog čega se u dosta retko menjala (uz to je, uglavnom, negativna). Na žalost, sistem kreditiranja stanovništva gotovo je nestao iz bankarskog poslovanja,

Svi nabrojani uslovi kredita mogu se menjati, u zavisnosti od stanja i kretanja privrede, odnosno ciljeva tekuće ekonomske politike. Ukoliko treba da se stimuliše potrošnja i podstakne ekonomski rast (konjunktura), uslovi kredita se liberalizuju, u obrnutom slučaju – uslovi se pooštravaju.

---

[668] U nedostatku sredstava akumulacije (štednje), a u svrhu postizanja određenih specifičnih zadataka (poplave, zemljotresi i sl.), posebnom odlukom SIV–a može se dozvoliti poslovnim bankama da odobravaju kreditc i za takve nemane i izvan uobičajenih izvora. Često se za ovakve namene dobijaju posebna sredstva Narodne banke" (emisija).

Potrošački krediti u svim zemljama, a tako i u nas, postali su izuzetno efikasan instrument regulisanja tražnje i potrošnje sektora stanovništva.

Osnovna uloga ovog oblika kredita ogleda se u sledećem:

1. Deluje na tražnju i potrošnju,
2. Reguliše tempo proizvodnje i potrošnje,
3. Uravnotežuje robno–novčane odnose,
4. Stabilizaciono deluje (u sklopu drugih mera ekonomske politike),
5. Deluje na promene strukture potrošnje, a time i strukturu proizvodnje,
6. Socijalno deluje (popravlja materijalni položaj određenih struktura u društvu, povećava njihovu kupovnu snagu – bez prethodne štednje, odricanja potrošnje),
7. Redistributivno deluje (prebacivanjem novčane kupovne snage s jednih štediša na druge slojeve stanovništva – veći korisnici kredita).

Potrošački krediti omogućavaju formiranje potrošnje, bez obzira na formiranu ličnu štednju građana, a to, opet, omogućava formiranja određenog nivoa potrošnje – bez obzira na raspoloživi dohodak. To je anticipativni oblik potrošnje, naravno, s pozicije onih slojeva stanovništva koji imaju veći iznos kredita od lične štednje.

Potrošački krediti omogućavaju proizvodnim organizacijama da povećaju realizaciju, da se oslobode zaliha proizvoda i da održavaju važan instrument u regulisanju ponude i tražnje na tržištu! Podsticanjem tražnje i potrošnje, oni mogu podsticati privrednu aktivnost, a ograničavanjem tražnje i potrošnje – mogu snažno delovati na obuzdavanje privredne ekspanzije i "pregrejavanja konjunkture". Zbog toga ovim instrumentom treba oprezno operisati, da ne bi došlo do nepovoljnih efekata na privredna kretanja. .

U poslednjoj fazi razvoja dpmaćeg privrednog sistema, kao i bankarskog i monetarno–kreditnog sistema, došlo je do gotovo potpunog prestanka odobravanja potrošačkih kredita stanovništva (kao i stambenih, dosta povoljnih kredita). Na taj način prestalo je njihovo razvojno, socijalno i redistributivno delovanje, što je, u odnosu na visoko formirana sredstva (depozite) stanovništva kod banaka orijentacija koja nema realnu osnovu.

Bilans ukupnih depozita i kredita sektoru stanovništva jasno pokazuje ogroman suficit depozita, koji, na žalost, umesto u proizvodne investicije privrednog sektora uglavnom odlazi na finansiranje javne potrošnje, spekulativne svrhe i odliv u inostranstvo. Na taj način štednja stanovništva nije u funkciji investicija, podsticanja (pokretanja) ekonomskog razvoja i stvaranja novog (dodatnog) dohotka, bez čega nema nove dodatne štednje ili stvarnog dohotka.

Štednja sektora stanovništva u krizi i padu realnog dohotka uglavnom se formira iz sledećih izvora:

- Inflacijom "naduvenog" dohotka, kroz rast cena,
- Prepisom sve viših kamata na stare štedne uloge,

- Špekulativnim ponašanjem i velikim preraspodelama inflatornog dohotka,
- Operacijama kursevima valuta,
- Prodajama imovine i dr.

Sve to predstavlja "porast" štednje stanovništva izvan rasta realnog dohotka i društvenog bogatstva, a kada se uz to koriste i neproizvodne (finansijske) špekulacije, tada je delovanje takve "štednje" dvostruko negativno.

GLAVA DVANAESTA

KAMATA KAO CENA NOVC

1. CENA NOVCA – KAMATA

Šta je kamata i kamatna stopa? Kakva je priroda kamate i izvor kamate? Kakav je to oblik cene? Kako deluje na novčanom tržištu i tržištu kapitala? Kako deluje u privredi u celini? Sve su to pitanja koja se moraju postaviti kada se želi sagledati priroda, uloga i efekti kamatne stope.

Obično se smatra da je kamata cena pozajmljenog novca. Dakle, vezana je za zajmovni kapital. Ali kamata je "iracionalni oblik cene", jer ona nije jednaka vrednosti (sumi) koja se pozajmljuje, već je samo njen deo (10%, 5% itd). Kamata je u osnovi cena upotrebe zajmovnog kapitala, jer se uglavnom plaća iz viška vrednosti koje odbacuje pczajmljeni kapital. Ona predstavlja redovno deo bruto profita, zbog čega je redovno manja od njega.

U pogledu prirode ove cene novca – kamate postoje različita shvatanja. Da navedemo samo najvažnija:

1. Kamata je cena za "odricanje od likvidnosti". Prema ovoj teoriji vlasnik raspoloživog novca se za određeno vreme odriče od potrošnje ili upotrebe svog raspoloživog no vca (dohotka) pozajmljujući ga drugom subjektu na određeno vreme. Time on smanjuje svoje rezerve Likvidnosti, a za to vreme na koje je pozajmio kapital (novac) dobija naknadu u obliku kamate. Ako se radi o određenom rizičnom ulaganju onda se na to dodaje i određena stopa premije za rizik.

2. Drugo shvatanje, objektivno najutemeljenije, je Marksov pristup, koji polazi od stava da je kamata cema zajmovnog kapltala i to njegove produktivne upotrebe. Iz stvorenog bruto profita odbija se kamata kao cena koja se plaća vlasniku novca zajmovnom kapitalisti (bankara) na pozajmljeni iznos. Dakle, kamata je samo deo bruto profita koji odlazi zajmodavcu. Kapitalista preduzetnik (investitor) je proizvodno uposlio pozajmljeni kapital (kredit) i iz ostvarenog profita platio kamatu na zajam (npr. 5%, 10%, 15% godišnje). Time je kamata iracionalna cena novca. U periodu ekonomske krize kada je profitna stopa niska rizik ulaganja velik, a novčani kapital redak (suzdržavanje banaka od kreditiranja) kamatna stopa naglo raste, što dovodi do toga da se kamatna stopa (pravovremeno) nađe iznad profitne stope. Celi profit odlazi zajmovnom kapitalisti. Ne isplati se pozajmljivati i ulagati kapital – investirati (nizak profit, visok rizik i visoka kamata). U fazi uspona i visoke konjunkture kada su poslovni izgledi dobri, visok profit, klima za ulaganja povoljna, isplati se uzimati kredit i platiti kamatu jer je profitna stopa viša od kamatne stope. U periodu visoke inflacije koja je viša od nominalne kamatne stope, dolazi do prelivanja novčane vrednosti od

zajmodavca ka zajmoprimcu (korisniku novca). Inflaciona dobit se preliva industrijskom kapitalisti. No, tada dolazi do velikog topljenja kredita. Poverioci gube, a dužnici dobijaju u tim uslovima (dužnička dobit).

3. Kejnzijanska teorija kamatne stope polazi od stava da kamatna stopa treba da bude što niža da bi se podstakle investicione želje i namere preduzetnika. To je poznata "politika jevtinog novca". Kada je "sklonost likvidnosti" (želja za zadržavanjem neutrošenog dohotka i novca) visoka, a time i štednja, a slabe investicije, kamatna stopa se mora oboriti da bi se dao stimulans investicijama, dekuražirala štednja (deflacija). Kamata se stavlja u funkciju odnosa sklonosti štednji, potrošnji i investicijama, u zavisnosti od stanja i kretanja privrede. Niska kamatna stopa je u funkciji antikrizne politike. Kamata, dakle, reguliše "tražnju novca" (posebno tzv. spekulativnu tražnju novca).

4. Monetaristička teorija kamatne stope polazi od stava da je kamatna stopa samo cena novca, koja se tretira u sklopu drugih cena. To je samo cena jednog od oblika imovine u kojem se može držati kapital (akcije, obveznice, čekovi, fiksni kapital, ljudski kapital, inflaciona stopa). U zavisnosti od njihovog odnosa vlasnik kapitala menja strukturu svoje imovine, podešavajući je prema najvećem prinosu koji pruža pojedini oblik imovine, ali i prema stepenu likvidnosti tih oblika imovine. Razlikuje se realna i nominalna kamatna stopa.

Realna kamata je u stvari nominalna korigovana za indeks cena. Realna kamata određuje odnose na tržištu, dok je nominalna pod direktnom kontrolom monetarne vlasti (centralne banke).

Postoje i druge, manje značajne, teorije kamata. Ovde su navedene osnovne, danas dominantne teorije.

2. FUNKCIJE KAMATE

Koje su osnovne funkcije kamate? Da li se kamata može ukinuti kao nepotrebna, ili čak štetna, u privredi? Kamata ima brojne funkcije u savremenoj privredi i finansijskom sistemu. Da navedemo samo najznačajnije:

1. Faktor formiranja štednje (regulator odnosa štednje i potrošnje svih sektora u privredi),
2. Faktor racionalne upotrebe sredstava,
3. Faktor uspešnog funkcionisanja finansijskog tržišta,
4. Faktor efikasne alokacije sredstava (stanovništva, javnog sektora, banaka, preduzeća, inostranstva),
5. Faktor monetarno–kreditne regulacije i efikasne monetarne politike,
6. Faktor za funkcionisanje bankarskog sistema,
7. Faktor formiranja troškova poslovanja i raspodele dohotka,
8. Faktor za međunarodno kretanje kapitala,

9. Faktor zaštite realne vrednosti novca i korišćenje kapitala u uslovima inflacije,
10. Faktor efikasne stabilizacione politike.

Dakle, radi se o brojnim funkcijama kamate u savremenoj privredi.

Postoje različite vrste kamatnih stopa u finansijskom sistemu svake zemlje, posebno u pogledu prirode kamate (aktivna i pasivna kamata), kratkoročne i dugoročne kamatne stope, kamate prema vrstama poslova (različiti krediti poslovnih banaka, krediti centralne banke, međunarodni kredit), realna i nominalna kamatna stopa i dr. Svi oni čine celovit sistem kamatnih stopa. Prema tome vodi se i određena politika kamatne stope – politika jevtinog novca (niske kamatne stope) ili politika skupog novca (visoka kamatna stopa) u zavisnosti od opšteg stanja u privredi i "zdravlja" nacionalne ekonomije.

3. MEHANIZAM KAMATNIH STOPA

3.1. Kamatne stope centralne banke

Tržište novca, videli smo je mehanizam preko koga se sučeljava ponuda i tražnja novca i kratkoročnih hartija od vrednosti. To je vrlo razuđen mehanizam. Sve transakcije tim instrumentima odvijaju se po određenoj ceni – kamati.

Određivanje kamate na tržištu novca najčešće se vrši u odnosima između banaka, kao učesnicima na tržištu novca, uz uvažavanje trenutne situacije koja vlada na tržištu (odnosi ponude i tražnje novca), ali i između banaka i njihovih komitenata, kao i poslovnih banaka i centralne banke. Kamatna stopa se može autonomno odrediti i od strane centralne banke, već prema njenoj proceni odnosa na tržištima, ali i vođenju aktuelne monetarne i makroekonomske politike. Stoga se često susreće i ex ante određivanje (limitiranje) kamatnih stopa, bez obzira na stvarne odnose na novčanom tržištu. Kamatna stopa se može i slobodno formirati na tržištu, kao odraz odnosa ponude i tražnje novca. Kada se određuje na osnovu ponude i tražnje na tržištu novca, tada obično prilagođavanje vrši prema:

- eskontnoj i lombardnoj stopi centralne banke,
- diskontnoj stopi centralne banke na hartije od vrednosti tržišta novca,
- neto kamati koja se formira na internacionalnom tržištu novca.[669]

Kamatne stope u transakcijama novcem između poslovnih banaka utvrđuju se "bilateralno u svakoj bankarskoj operaciji na tržištu novca", a najčešće su odraz stvarne tražnje novca. Pri utvrđivanju kamatne stope između banaka obično im kao polazna osnova služi visina eskontne stope centralne banke. To je "stožer" oko koga se formiraju kamatne stope banaka, to je u stvari cena primarnog novca centralne banke, odnosno zvanična cena novca. Centralna banka

[669] Dr Ž. Ristić, op. cit. str. 121.

je potpuno autonomna i saostalna u vođenju politike kamatne stope, što bi trebala biti i kod vođenja ukupne monetarne politike.[670] Moguće je i značajno odstupanje kamatnih stopa banaka od eskontne stope (uvećane za troškove manipulacije novca kod banaka), što je upravo slučaj u nas danas.[671]

Drugi "orijentir" u formiranju kamatnih stopa na tržištu novca poslovne banke imaju u visini kamate na lombardne kredite, odnosno diskontne kamate po kojoj centralna banka otkupljuje ranije emitovane kratkoročne hartije od vrednsti na tržištu novca. Posebno je značajna visina pasivne kamate koju banke plaćaju vlasnicima novca (deponentima) na njihov novac jer, to je cena na koju se mora dodati i kamatna marža iz koje se pokrivaju svi troškovi banaka.

Kamata koja se plaća na depozite ukoliko je niža (jevtiniji depoziti) može banci omogućiti i nižu aktivnu kamatu na plasmane. Ako to banka ne želi, tada joj omogućava veliku kamatnu maržu i visok profit (razliku između aktivne i pasivne kamatne stope). Kamatna stopa je vrlo varijabilna. Kamata na dnevni novac je većeg stepena varijabiliteta u odnosu na kamatu na terminski novac.

Banke su sprmne "kupujući" dnevni novac na kratak rok (sedam, petnaest dana, mesec dana) da plate i višu kamatu za taj novac od eskontne stope, nego da eskontiraju svoj portfelj menica koje dospevaju tek nakon tri meseca. Moguće su oscilacije kamate i u slučajevima kada se najveći broj banaka javlja kao tražilac novca, dok je izostala ponuda, ali i obrnuto. Sve to dovodi do većih oscilacija kamate na kratak rok.

Obzirom na česte nestabilnosti tržišta novca r oscilacija ponude i tražnje na njemu, kao i vrlo velikih razlika u rejtingu banaka, ali i dosta slabih i nesolventnih banaka, često se na "čistu" kamatu na dnevni novac uračunava i riziko premija. Premija rizika stoji u obrnutoj srazmeri sa bonitetom banke. Što je bolji rejting banke, to je riziko premije niži, i obrnuto. Riziko premija na terminskom tržištu ima iste karakteristike i delovanje kao i na dnevnom tržištu novca.[672]

Eskontna stopa u stvari znači kamatnu stopu po kojoj centralna banka odobrava kredite poslovnim bankama, kao osnovni kanal emisije primarnog novca.

Lombardna kamatna stopa predstavlja kamatnu stopu centralne banke po kojoj ona na bazi zaloga hartija od vrednosti daje kredite za likvidnost poslovnim bankama. Ove stope, videli smo, imaju gravitacionu ulogu u formiranju kamatnih stopa u bankarskom sistemu i na tržištu novca.

---

[670] Videti šire studiju Centralna banka u novim usiovima tržišne ekonomije. (dir. projekta dr S.Komazec). izd. IEN Beograd i SIBJ. Beograd. 1994.

[671] Kamata na dnevni novac između banaka (krediti) mescčno dostiže i 16–18%. dok je mesečna eskontna stopa 5–6%. Eskonlna stopa na godišnjem nivou iznosi između 98% i 109% dok je kamatna stopa na kredite banaka dostigla i 450% (podaci za prvu polovinu 1996. godine). Može li neko preduzeće platiti'mesečnu kamatu od 18%, kadaje profitna stopaoko nule do 1%. Ako se natakvu kamatu dodaju i nezvanicni (skriveni) „dodaci" u obliku obaveznog oročavanja dela kredita, upis akcija od kredita u banci, plaćanje osiguranja, rizika i dr„ očito je daje cena kredita znatno viša.

[672] Videti šire u: Kapital, Finansijska snaga i pravci transformacije bankarstva Jugoslavije (studija),dr S. Komazec. izd. IEN. Beograd. 1965. Videti i dr. Ž. Ristić. op. cit. str. 128.

Postoji i posebna vrsta kamate na hartije od vrednosti koja se u mnogim zemljama naziva diskontna stopa. To je kamatna stopa po kojoj se vrši emisija i otkup hartija od vrednosti na tržištu novca od strane centralne banke. Postoji diskontna stopa po kojoj centralna banka prodaje hartije od vrednosti, ali i diskontna stopa po kojoj kupuje hartije od vrednosti na tržištu novca. Ova stopa direktno utiče na formiranje ponude i tražnje na tržištu novca, ali i na formiranje visine i strukture kamatnih stopa na tržištu novca.

Diskontna stopa je različita prema vrsti hartija od vrednosti, roka dospeća, kvaliteta hartija, situacije na tržištu novca i u privredi. Centralna banka stalno prilagođava (koriguje) ove stope na pojedine oblike hartija od vrednosti, a prema njenoj oceni situacije na tržištu. Primena diskontne stope centralna banka vrši autonomno, čak nije obavezna da je objavljuje. Ona dobija javni karakter tek nakon obavljanja transakcija sa kratkoročnim hartijama od vrednosti na tržištu novca.

Kada centralna banka snizi diskontnu stopu to dovodi do srhanjenja ukamaćenja finansijskih sredstava uloženih u hartije od vrednosti.

Centralnoj banci stoji na raspolaganju i tzv. rediskontna kamatna stopa. Pod ovom stopom podrazumeva se, ona stopa po kojoj banka vrši otkup ranije ermitovanih hartija od vrednosti, koje se već nalaze na tržištu novca. Rediskontna stopa je u pravilu viša od diskontne stope, što utiče na visinu rashoda i prihoda banaka, odnosno njihovu profitabilnost, ali i politiku likviditeta (prodaja ili kupovina hartija od vrednosti).

3.2. Eskontna politika i tržište novca

Eskontna politika se sastoji u podizanju i spuštanju kamatne stope po kojoj centralna banka daje kredite poslovnim bankama u cilju delovanja na kreditni potencijal banaka, a preko njega na celokupne robno–novčane odnose, zaposlenost i nacionalni dohodak (proizvodnju).

Eskontna stopa je u stvari kamatna stopa po kojoj centralna banka prima u reeskont od poslovnih banaka menice i druge hartije od vrednosti.

Eskontnom politikom centralna banka u stvari određuje cenu kredita koji odobrava poslovnim bankama, bilo preko reeskontnih kredita, bilo drugih oblika kredita. To je "zvanična" cena novca u privredi od koje daije zavisi kamata po kojoj će poslovne banke odobravati kredite svojim komitentima. Regulisanjem kamatne stope po kojoj centralna banka daje kredite poslovnim bankama i preko tog kamatne stope po kojoj poslovne banke daju kredite komitentima neposredno se deluje na visinu tražnje kredita i novčani opticaj (novčanu masu). "Kada monetarne vlasti steknu uverenje da je visina kredita, koje su banke odobrile, dostiglo nivo koji ugrožava privrednu stabilnost, centralna banka pristupa podizanju svoje kamatne stope – znači ona poskupljuje cenu kredita usled čega nastaje opšte

povećanje kamatne stope u privredi, a poseldica toga biće da se kredit manje traži, da se već uzeti krediti otkazuju, da se investicioni planovi odlažu i sl.[673]

Promenama u visini eskontne stope centralna banka nastoji delovati na ponudi i tražnju novca i kratkoročnih hartija od vrednosti na novčanom tržištu i uslove koji vladaju na području kamatne politike u celom kreditnorn i bankarskom sistemu.

Povećanjem eskontne stope stvaraju se nepovoljniji uslovi za reeskontne kredite centralne banke, čime se deluje na opštu kamatnu stopu i tražnju kredita banaka kod centralne banke i privrede kod banaka. Povećanje kamatne stope primenjuje se kada se na tržištu oseća veća količina novca i inflacioni poremećaji. Suprotno tome, smanjenje eskontne stope treba da dovede do povećanja novčane tražnje i podizanje privredne aktivnosti kada je njen pad posledica deflacije, odnosno nedostatka novca u privredi.

Eskontna politika uz regulisanje kamatne stope obuhvata i druge uslove po kojima centralna banka odobrava reeskontne kredite poslovnim bankama (uslovi reeskonta, rokovi, hartije od vrednosti koje se uzimaju u reeskont, plafon reeskonta i dr.). To je, dakle jedno kompleksno područje monetarnog regulisanja koje ulazi i u područje delovanja drugih instrumenata monetarnog regulisanja i ukupne makroekonomske politike.

Ovakva šira uloga eskontne politike zahteva od centralne banke i određenu elastičnog u brzom prilagođavanju privrednim kretanjima, u zavisnosti od ciljeva koji se žele postići monetarno–kreditnom politikom.

Diskontna stopa je, videli smo, kamatna stopa po kojoj centralna banka naplaćuje date kredite, uglavnom poslovnim bankama (ali i državi). Diskontna stopa je instrument u rukama centralne banke kojom ona deluje na tražnju primarnog novca, a time i količinu novca u opticaju. Promenama diskontne stope ne samo da se menja cena zvaničnog novca, već se i menjaju monetarni uslovi na finansijskom tržištu. Ona je "barometar" za ocenu stanja konjunkture u privredi – da li se radi o prevelikoj količini novca (uz to da li je novav jevtin) pri čemu prete inflatorne tendencije, odnosno preterana konjunktura vezana za ekspanzivnu ili liberalnu monetarnu politiku, odnosno da li u privredi vlada deflacija, manjak novca u opticaju "skup novac", a time i recesione tendencije vezane za oštru restriktivnu monetarnu politiku. Povećanje diskontne stope, dovodi do smanjenja kredita poslovnih banaka (manje tražnje i vraćanja već korišćenih kredita) kod centralne banke,[674] a to dovodi do smanjenja likvidnih rezervi banaka, povlačenja kredita iz privrede i smanjenja mase novca u opticaju. Radi se o restriktivhoj monetarnoj politici. Suprotno tome, kada centralna banka oceni da u privredi vlada

[673] Dr Miloš Vučković: *Bankarstvo* ... str. 281. Videti šire o navedenom u knjizi *i* dr Slobodan Komazec: *Monetarna i finansijska ekonomija,* Split. 1988. i Ž. Ristić – Dr S. Komazec: *Monetarna i* fiskalna *strategija,* Beograd. 1993.

[674] Pod uslovom da su banke osetljive na porast lii snižavanje diskontne stope. U našoj privredi ta je osetljivost mala i na veće promene ove stope.

recesija, nestašica novca (deflacija) i si. tada snižava diskontnu stopu,[675] a čime podstiče poslovne banke da povećaju korišćenje primarnog novca, što dovodi do porasta bankarskih kredita, porasta likvidnih rezervi banaka i multiplikacije kredita i depozita u bankarskom sistemu.

Često se diskontna stopa centralne banke menja kao posledica prilagođavanja ove stope već nastalim promenama kamatnih stopa u bankarskom sistemu (porast ili snižavanje). Zaostajanje u procesu prilagođavanja diskontne stope dovodilo bi do toda da je primarni novac veoma jeftin (kada diskontna stopa zaostaje iza porasta ostalih kamata) ili je ovaj novac preskup (kada diskontna stopa sporije pada od pada kamata u bankarskom sistemu).

U situaciji kada su poslovne banke izložene iscrpljivanju svojih likvidnih rezervi, kada su prenapregle kredline plasmane, ali i kada im depozitna baza slabi, naplativost kredita je niska (kod nas u poslednjim godinama do 37%), tada je zavisnost banaka od kredita centralne banke izuzetno visoka. Kreditna aktivnost * banaka i politika održavala potrebne likvidnosti direktno zavise od novca centralne banke. Tada je osetljivost banaka na promene diskontne stope mala, jer banke prihvataju gotovo svaku promenu kamate samo da dođu do potrebnih sredstava centralne banke. Centralna banka tada koristi i druge instrumente monetarne regulacije, čime nastoji održati pod kontrolom kreditno i novčano tržište, a indirektno i tržište kapitala.

Centralna banka često nije spremna da bankama nadoknadi. manjak likvidnih sredstava i ne daje novu kreditnu podršku, zbog čega se poslovne banke moraju orijentisati na tržište novca i kratkoročnih hartija od vrednosti. Manipulisanje eskontnom stopom kod nas je dosta retko, a promene izrazito male da bi ona mogla predstavljati značajniji instrument monetarno–kreditnog regulisanja.

Efikasnost eskontne politike određene centralne banke zavisna je od stepena razvoja bankarskog sistema i povezanosti centralne banke s ostalim bankama, odnosno od intenziteta kreditnih odnosa centralne banke i poslovnih banaka, zavisnosti privrede od kredita, zavisnosti kredita banaka od sredstava centralne banke. Pored toga, efikasnost eskontne politike tesno je povezana i sa delovanjem, obimom i strukturom tržišta novca i kredita i tržišta kapitala. Što su ova tržišta razvijenija i učešće banaka u njima veće, to je i uloga eskontne politike centralne banke veća.

Navedenim uslovima treba dodati i stepcn povezanosti kamatne stope poslovnih banaka sa eskontnom stopom, kao i stopu inflacije u zemlji koja umanjuje značaj i efikasnost kamatne stope u privredi uopšte. Postoje brojni faktori zbog kojih politika kamatne stope nije tako efikasan instrument monetarnog regulisanja kao drugi instrumenti.[676]

---

[675] Sa drugim stimulativnim merama monetarne politike.

[676] Videti šire u knjizi: dr S. Komazec: Strategijei oscilacije ekonomskog sistema, NIP Štampa, Šibenik, 1978. i Monetarna i finansijska ekonomija, 1978. i dr S. Komazec: Eskontna stopa centralna banke i kamatne stope sa bankarski kredit i depozitni novac, Finansije, Beograd, 5–6,1971, str. 283–305.

Efikasnost eskontne, lombardne, diskontne (i rediskontne) stope tesno je povezana sa delovanjem i razvojem tržišta novca i kapitala, finansijskih instrumenata i centralne banke. Što su ova tržišta razvijenija i učešće banaka i centralne banke na njima veće, to je i uloga i efikasnost eskontne politike centralne banke veća.

4. OPERACIJE CENTRALNE BANKE NA OTVORENOM TRŽIŠTU

Centralna banka u razvijenim tržišnim privredama sa razvijenim finansijskim tržištem direktno se uključuje u operacije kupovine ili prodaje kratkoročnih hartija od vrednosti na tržištu.

Koje su to hartije od vrednosti videli smo na drugom mestu u ovom radu. Centralna banka vrši i kontrolu novčanog tržišta putem diskontne, lombardne i reeskontne stope, ali i direktnim operacijama na otvorenom tržištu.

Ovim instrumentima Centralna banka nastoji uspostaviti i održati ravnotežu ponude i tražnje na novčanom tržištu, a posebno promenama kamatne stope i kupovinom i prodajom hartija od vrednosti (open market operacijama). Pored toga indirektno se deluje i na kreditni potencijal banaka, njihovu kreditnu aktivnost i likvidnost, a preko njih i na ukupnu privrednu aktivnost. Istovremeno se deluje i na raspoloženje i odluke vlasnika novca da ga troše, ulažu u određene hartije od vrednosti ili ulažu na štednju kod banaka.

Transakcije kupovine ili prodaje hartija od vrednosti odnose se najčešće na državne hartije od vrednosti (obveznice), ali i sopstvene obveznice, ili obveznice drugih subjekata koje prihvati centralna banka kao predmet finansijskog tržišta. Ove transakcije predstavljaju veoma značajan instrument regulisanja kolline primarnog novca, a posebno u razvijenim privredama.

Operacije centralne banke na tržištu hartija od vrednosti su efikasan instrument pod uslovom da postoji razvijeno finansijsko tržište (posebno državnih obligacija, ali i obveznica centralne banke), uz to da centralna banka ima dovoljno mogućnosti da efikasno vrši kupovinu ili prodaju ovih hartija od vrednosti.

Operacije na ovom tzv. “otvorenom tržištu” (“open Market Policy”) imaju zadatak da izazovu željene promene u masi novca i kredita u privredi (likvidnost), ali i da deluju na visinu i strukturu kamatnih stopa, odnosno opšti nivo privredne aktivnosti. To i jeste osnovni smisao promena kamatnih stopa centralne i poslovnih banaka. Kada se očekuje, ili se već oseća, pad privredne aktivnosti, hlađenje konjunkture, porast nezaposlenosti, slabiji poslovni izgledi, slabljenje berze, povećani rizik ulaganja, obično centralna banka aktivira mehanizam “preventivnog upozorenja” preko snižavanja diskontne i lombardne stope. To je znak banaka i drugim subjektima da je poseban zaokret u konjunkturi i ukupnom ponašanju, što će centralna banka podržavati svojom kamatnom politikom,

liberalnijom politikom kreditiranja i ekspanzivnom politikom otvorenog tržišta. Operacije na otvorenom tržištu deluju direktnije i brže (u očekivanom pravcu) u odnosu na promene kamatne stope, odnosno diskontne stope).[677] Delovanje diskontne stope je inditektno preko promena troškova kamata poslovnih banaka i preduzeća. Svaka kupovina hartije od vrednosti od strane centralne banke povećava obim primarnog novca (za vrednost kupljene hartije od vrednosti centralna banka ubacuje odgovarajuću masu primarnog novca). Svaka prodaja hartija od vrednosti od strane centralne banke znači povlačenje novca iz opticaja. To je odraz restriktivne monetarne politike banke. Promene mase primarnog novca centralne banke dovođe do multiplikativnih promena mase depozita i kredita (i likvidnosti) poslovnih banaka. Proces monetarne multiplikacije poslovnih banaka prihvata takav inicijalni impuls centralne banke i efekte širi na celi bankarski sistem. Smanjenje primarnog novca može da ima višestruki efekat na smanjenje kreditnog potencijala i plasmana banaka, što može biti praćeno i porastom kamatnih stopa na tržištu novca i hartija od vrednosti. Suprotno će se događati kada se kupuju hartije od vrednosti i povlači primarni novac iz opticaja.

Operacije na otvorenom tržištu imaće efekte na promene kamatnih stopa uglavnom u slučajevima kada se kamate obrazuju pod delovanjem ponude i tražnje novca, kredita i hartija od vrednosti.[678]

Centralna banka u privredama koje nemaju dovoljno razvijeno tržište novca i kratkoročnih hartija od vrednosti često se pristupa određivanju kamatnih stopa na kredite, depozite i druge plasmane, vođeći pri tome računa o strukturi i odnosima tih kamatnih stopa, a s druge o očekivanim efektima koji se žele postići takvom politikom kamatnih stopa i monetarnom politikom u celini.[679]

---

[677] Prosečna ponderisana kamatna stopa na *prodate hartije od vrednosti Narodne banke Jugoslavije iznoslia je* na godišnjem nivou 107,8%, *a* oko 6,18% *na* mesečnom *nivou.* U *međubankarskim odnosima („neformalna* tržišta") kamatate se kreću *od* 16–18% na mesečnom nivou. Visoka tražnja kredita, *nelikvidnosti banaka,* slaba depozitna baza banaka i *dr. stvaraju* pritisak na rast kamatnih stopa.

[678] Videti šire u knjizi: Strateglja finansiranja ekonomskog rasta. izd. ABC GLAS. Beograd. 1996. (dr S. Komazec. dr Ž. Ristić).

[679] Videti šire u studiji „Centralna banka u uslovima savremene trižišne ekonomije", projekat. izd. NBJ. Beograd, 1994. (direktor projekta dr S. Komazec). – i knjigu: dr S. Komazec. dr Ž. Ristić, dr J. Kovač, Finansijska tržišta i berze. izd. Čigoja. Beograd, 1996.

GLAVA TRINAESTA

POSLOVNO BANKARSTVO I PLATNI PROMET

1. UNUTRAŠNJI PLATNI PROMET I BANKE

Platni promet obuhvata sva plaćanja koja se vrše između pravnih i fizičkih lica. Sa gledišta mesta gde se nalaze lica koja u njemu učestvuju platni promet može biti unutrašnji i međunarodni. Pod unutrašnjim platnim prometom svake zemlje podrazumevaju se sva gotovinska i bezgotovinska plaćanja izvršena između pravnih lica, odnosno pravnih i fizičkih lica novcem te zemlje.[680]

Osnovna funkcionisanja platnog prometa je dobra organizacija, uz istovremeno poštovanje principa efikasnosti i ekonomičnosti. Zadovoljavanjem ovih principa platni promet pruža velike prednosti, kako učesnicima u sistemu društvene reprodukcije, tako i privredi zemlje u celini. Ovako organizovan platni promet omogućava normalan proces reprodukcije, povećanje privredne aktivnosti, doprinosi stvaranju optimalnog broja obrta novčanih sredstava, povećava likvidnost privrede i doprinosi smanjenju obima korišćenja kredita. To su osnovne prednosti koje organizacija platnog prometa pruža u svakoj zemlji, bez obzira na to što u svakoj zemlji ona ima svoje specifičnosti ne samo u načinu organizacije, broju nosilaca platnog prometa i njihovoj međusobnoj povezanosti, u instrumentima, načinu i oblicima plaćanja, nego i u privrednoj važnosti koja se pridaje platnom prometu zemlje. Platni promet se organizuje i razvija u skladu sa razvojem društveno–ekonomskih odnosa svake zemlje. Razvoj platnog prometa prati stalno evoluiranje i usavršavanje organizacije, načina, oblika i instrumenata plaćanja.

S obzirom na učesnike međusobnih plaćanja, možemo govoriti o platnom prometu u širem i užem smislu. Sva novčana primanja i izdavanja, tj. plaćanje celokupnog stanovništva zemlje smatraju se domaćim platnim prometom u širem smislu. To su plaćanja ostvarena između fizičkih lica (građana) međusobno, plaćanja građana pravnim licima, plaćanja pravnih lica građanima i uzajamna plaćanja pravnih lica. Sva ova plaćanja odlikuju se neposrednošću u načinu plaćanja obaveza, odnosno naplate potraživanja i zato se učesnici koriste svim savremenim vrstama novca: gotovinom, depozitnim novcem i prenosivim hartijama od vrednosti. S druge strane, samo određeni deo ukupnih plaćanja unutar jedne zemlje, i to onaj u kojem učestvuju pravna lica, ostvarujući uzajamna plaćanja posredstvom posebnih ustanova, čini unutrašnji platni promet u užem smislu.

[680] Platni promet u monetarno–finansijskom, kontrolnom i informacionom sistemu studija, itd. Institut ekonomskih nauka, Beograd, 1995, str. 1–176 (Rukov. projekta dr S. Komazec).

Pod pojmom unutrašnjeg platnog prometa u našoj zemlji podrazumeva se platni promet koji se obavlja između pravnih lica posredstvom institucije za platni promet. Tu spada i deo platnog prometa sa stanovništvom kada se radi o uplatama građana pravnim licima ili o isplatama pravnih lica građanima.

Osnovni princip na kom se zasniva naš unutrašnji platni promet je princip jedinstvenosti. Ovaj princip polazi od jedinstvenosti ekonomskog i privrednog sistema zemlji, čemu odgovara samo jedinstvena organizacija unutrašnjeg platnog prometa. Princip jedinstvenosti unutrašnjeg platnog prometa ne odnosi se samo na jedinstvenu organizaciju i na jedinstvenog nosioca izvršenja platnog prometa, već on obuhvata i sve postupke i faze izvršenja platnog prometa, kao i osnove držanja novčanih sredstava pravnih lica i raspolaganja ovim sredstvima. Platni promet zasnovan na jedinstvenim principima može pratiti društvenoj zajednici obilje podataka potrebnih za praćenje mera ekonomske politike. Istovremeno, samo tako je moguće dovesti u isti položaj sve učesnike u sistem plaćanja i dosledno sprovoditi propise i mere na području cele zemlje.

Kao osnovni nosilac i organizator unutrašnjeg platnog prometa u našoj zemlji javljaju se institucije za platni promet sa mrežom svojih organizacionih jedinica. Zakonom o platnom prometu[681] regulisana je organizacija platnog prometa, prava i obaveze učesnika kao i nosilaca platnog prometa.

Zadaci našeg unutrašnjeg platnog prometa mogu se posmatrati u užem i u širem smislu. U užem smislu platni promet treba da osigura efikasno i ekonomično prenošenje novčanih sredstava između učesnika u plaćanju, odnosno, treba da osigura efikasno, tačno i ekonomično sprovođenje plaćanja. Unutrašnji platni promet, u svom širem značenju, treba da omogući sprovođenje društvene kontrole, društvene evidencije, finansijske statistike i informisanje o kretanju novčanih tokova. Ovako koncipirani unutrašnji platni promet kod nas predstavlja vrlo složen i odgovoran privredni i društveni institut.[682]

Zadaci platnog prometa prema pravnim licima proizilazi iz obaveze tačnog, efikasnog i ekonomičnog sprovođenja procesa plaćanja, odnosno prenosa sredstava sa računa platioca na račun primaoca. Služba platnog prometa kao organizator našeg unutrašnjeg platnog prometa, u sklopu izvršenja ovog zadatka, treba da iznalazi oblike i načine plaćanja koji će omogućavati brže kretanje novčanih sredstava i izmirivanje obaveza, odnosno naplate potraživanja pravnih lica.

Savremeno organizovan platni promet pruža učesnicima u plaćanju mogućnost korišćenja savremenih i prikladno kreiranih instrumenata plaćanja kao i mogućnost izbora i korišćenja oblika i načina plaćanja. Da bi platni promet bio tačan, efikasan i ekonomičan, mora postojati uzajamna usklađenost između organizacije procesa plaćanja, instrumenata, oblika i načina plaćanja. Učesnici u procesu plaćanja moraju ispunjavati određene zahteve organizacije platnog prometa u pogledu: dosledne primene zakonskih propisa kojima se regulišu sistem i oblici

[681] Zakon o platnom prometu, Službeni list SRJ br. 53/1992. god.
[682] Miljka Hadži–Petrović, Unutrašnji platni promet u Jugoslaviji, Informator, Zagreb, 1980. god.

plaćanja kao i doslednog sprovođenja određenih propisa koji se oslanjaju na momenat izvršenja plaćanja; pravilnog izbora oblika, načina i instrumenata plaćanja; pravilnim ispostavljanjem naloga platnog prometa; pravovremenog podnošenja naloga platnog prometa i sl.

Posredstvom unutrašnjeg platnog prometa kod nas se omogućava sprovođenje društvene kontrole, društvene evidencije, finansijske statistike i informacije o kretanju novčanih tokova. Kontrolom podnetih naloga za plaćanje osigurava se praćenje svakodnevne likvidnosti žiro i drugih računa pravnih lica, namensko korišćenje sredstava na određenim računima i onemogućava trošenje sredstava izvan okvira raspoloživih sredstava na računima.

Na osnovu podataka o izvršenim plaćanjima vodi se evidencija o stanju i kretanju sredstava na pojedinim računima pravnih lica, evidencije o osnovama po kojima se formiraju i troše sredstva sa tih računa, evidencija o izvršenim gotovinskim plaćanjima sa računa pravnih lica, odnosno prate se odnosi plaćanja pravnih lica sa stanovništvom i osnova po kojima se ta plaćanja vrše. Podaci o izvršenim plaćanjima, grupisani prema delatnosti nosilaca sredstava i prema osnovama izvršenog plaćanja, služe kao temelj za formiranje statistike. Na osnovu tih podataka i uočenih pojava i promena pri ostvarivanju procesa plaćanja prati se sprovođenje mera ekonomske i kreditno–monetarne politike.

Kad govorimo o efikasnosti sprovođenja procesa plaćanja treba ukazati na neke specifičnosti i našeg unutrašnjeg platnog prometa sa stanovišta ko ga organizuje i sprovodi. Naš platni promet je organizovan i sprovodi se preko posebne institucije – Službe za platni promet, za razliku od drugih zemalja kod kojih platni promet organizuju i sprovođe banke. Služba za platni promet kao neutralni organizator platnog prometa bez interesa da kao depozitar ili učesnik u plaćanju zadržava sredstva, što nije redak slučaj kod pojedinih banaka u zemljama u kojima one sprovođe platni promet, dužna je sprovoditi platni promet na efikasan način zadovoljavajući interese učesnika u plaćanju i društvene zajednice.

2. POSLOVI PLATNOG PROMETA

Platni promet u našoj zemlji (u daljem tekstu: platni promet), sa stanovišta ovog projekta, čine sva gotovinska i bezgotovinska plaćanja u dinarima preko računa između učesnika u platnom prometu.

Poslovi platnog prometa su: otvaranje i vođenje računa kod nosilaca platnog prometa, prenos novčanih sredstava s jednog na drugi račun, obračun obaveza i potraživanja preko računa, naplata, uplata i isplata sa računa, praćenje i utvrđivanje likvidnosti učesnika i nosioca platnog prometa, informisanje po osnovu izvršenog platnog prometa i drugi poslovi platnog prometa.

Platni promet se obavlja upotrebom jedinstvenog plana računa i jedinstvenih instrumenata platnog prometa koje propisuje Narodna banka.

3. NAČELA SAVREMENOG PLATNOG PROMETA

Obavljanje platnog prometa zasniva se na sledećim načima:

1. Izvršavanju novčanih obaveza plaćanjem preko računa kod nosilaca platnog prometa kao prioritetnom obliku plaćanja;
2. Obezbeđivanju interesa i potreba učesnika u platnom prometu pod jednakim uslovima;
3. Prilagođavanju radnog vremena potrebama učesnika u platnom prometu;
4. Racionalno organizovanoj mreži organizacionih jedinica nosilaca platnog prometa;
5. Brzinom, sigurnom, ekonomičnom i racionalnom prenosu sredstava između učesnika u platnom prometu;
6. Jedinstvenoj računsko–komunikacionoj mreži za prenos i obradu podataka u platnom prometu;
7. Jedinstvenoj i racionalnoj tehnologiji obavljanja platnog prometa zasnovanoj na korišćenju standardnih baza podataka za opšte namene;
8. Primeni međunarodnih i domaćih finansijskih standarda u izvršavanju platnog prometa;
9. Obezbeđivanju statističkih podataka o obimu i efikasnosti izvršenog platnog prometa na standardizovan način.

4. OSNOVNI OBLICI PLATNOG PROMETA

U osnovne oblike platnog prometa ubrajaju se klirinški i žiro promet, koji se primenjuju pojedinačno ili kombinovano, s tim da se jedan oblik primenjuje kao osnovni, a drugi deo kao dopunjavajući. Međutim, osim kliringa i žiro prometa, kao osnovnih i glavnih oblika platnog prometa, sreću se i drugi oblici platnog izmirivanja dugovnih obaveza, kao što su: kompenzacija, asignacija, cesija, preuzimanje duga, koji se još nazivaju i posebni oblici bezgotovinskog plaćanja.

4.1. Klirinški promet

Klirinški promet zasniva se na svakodnevnom izmirivanju novčanih obaveza prebijanjem potraživanja i dugovanja banaka i drugih finansijskih organizacija posredstvom posebne ustanove za obračun ili centralne banke.

Da bi kliring mogao u jednoj zemlji da se obavlja kao oblik platnog prometa, potrebno je da se u sistemu plaćanja koriste instrumenti kao što su menice, čekovi i slično.

Kliring je nastao u srednjem veku, a svoje poreklo vodi iz obračuna u vezi sa plaćanjem menicama. Oblik savremenog kliringa potiče iz Engleske, s kraja

XVIII veka a usavršili su ga bankarski inkasanti čija dužnost je bila da svakodnevno obilaze banke u određeno vreme, u cilju realizacije naplate u vezi sa raznim instrumentima plaćanja. Ovi inkasanti došli su na ideju da bi, umesto svakodnevno da obilaze veliki broj banaka i drugih finansijskih organizacija, bilo najzgodnije da se međusobno svakodnevno sastaju na određenom mestu i u isto vreme, i da tu izmenjuju dugovanja i potraživanja i isplate samo razlike. Iz ovako primitivnih klirinških centara, došlo je do stvaranja posebnih ustanova čiji je osnovni zadatak bio da obavljaju obračun između banaka.

Rad klirinških centara sastoji se u tome što se svakog dana, jednom ili više puta, u zakazano vreme sastaju predstavnici banaka i finansijskih organizacija. Na ovim sastancima dolazi do likvidacije salda svih dugovanja i potraživanja. Za iznos salda koji nije mogao da se likvidira dolazi do međusobne predaje hartije od vrednosti po kojima su banke, odnosno finansijske organizacije toga dana u obavezi da za račun svojih komitenata ili sopstveni račun, izvrše isplatu dugovnog iznosa.

4.2. Žiro promet

Žiro promet je takav oblik platnog prometa kod koga se plaćaju u vezi sa dugovnim obavezama likvidiraju jednostavno knjigovodstvenim preknjižavanjem novčanog iznosa sa računa dužnika (nalogodavca) u korist poverioca (korisnika) u knjigama banke ili određene finansijske organizacije.[683]

Plaćanje koje se ostvaruje korišćenjem žiro računa ostvaruje se na taj način što dužnik svojim virmanskim nalogom banci ili nekoj drugoj finansijskoj organizaciji daje ovlašćenje da se sa njegovom računa izvrši odobravanje u korist računa poveriocima kod te, ili odgovarajuće druge banke ili finansijske organizacije. Banka, odnosno odgovarajuća finansijska organizacija u obavljenoj knjigovodstvenoj operaciji zaduživanja nalogodavca i odobravanja korisniku, obaveštava pismenim putem – izvodom o izmenama na odgovarajućim računima.

Ukoliko nalog za plaćanje dolazi do poverioca (korisnika) zahtevom za isplatu menice ili čeka, odobrenje računu poverioca prethodi obično zaduženje dužnika.

Promet na žiro–računima može biti direktan ukoliko se vrši između dva žiro–računa kod iste banke ili posredni ukoliko se obavlja između dva žiro–računa koi se vođe kod različitih banaka u istom ili različitim mestima u zemlji. Sa gledišta organizacije kod koje se vodi, žiro–račun ima uvek pasivan karakter a njima se daje mogućnost plaćanja samo u okvirima raspoloživog potraživanja. U sistemu žiro prometa, obavezno je da svaki subjekt koji učestvuje u njemu obavezno mora uvek da raspolaže onolikim iznosom sredstava koliko iznose njegove obaveze.

S obzirom na to da žiro promet ima potrebu da stalno angažuje novčana sredstva u iznosu ukupnih obaveza koje dospevaju svakoga dana, on manje doprinosi ubrzavanju cirkulacije novčanih sredstava u odnosu na sistem plaćanja putem kliringa kod njega inače dolazi do veće upotrebe raznih hartija od vrednosti.

[683] Trifunović dr Predrag: *Banke, organizacija i poslovanje,* Politika, Službeni *list,* Beograd.

5. OSTALI OBLICI PLATNOG PROMETA

U ostale oblike izmirivanja obaveza ubrajamo kompenzaciju, asignaciju, cesiju i preuzimanje duga. Ovi oblici ne predstavljaju prave oblike plaćanja i nemaju za cilj stvaranje nove kupovne snage, već samo raščišćavanje postojeće obaveze dugovanja i potraživanja.

5.1. Kompenzacija

Kompenzacija je prestanak uzajamnih jednorodnih obaveza putem prebijanja jedne drugom. Ona se može sprovesti kada jedna organizacija ima obaveze prema drugoj organizaciji uz istovremeno potraživanje od te druge organizacije. Ako su obaveze i potraživanja između tih organizacija jednake, one se međusobno gase, a ako nisu prebijanje se vrši za iznos manje obaveze koja se u celini gasi, dok se iznos veće obaveze smanjuje za prebijeni deo i ostaje kao obaveza samo za razliku između prebijenog iznosa. Razlika iznad prebijenog–kompenziranog iznosa veće obaveze ostaje kao obaveza koja se izmiruje redovnim postupkom plaćanja. Kompenzacija se može sprovesti samo ako su ispunjeni određeni uslovi:

- da su dve organizacije – osobe jedne prema drugoj u odnosu dužnika i poverioca, kao i da postoji volja obeju strana da svoje obaveze–potraživanja međusobno ugase putem prebijanja;
- da su potraživanja jednorodna, npr. novčano potraživanje;
- da su obaveze–potraživanja dospele.

U zavisnosti od broja učesnika u izmirenju dužnličko poverilačkog odnosa, razlikujemo dve vrste kompenzacija: bilateralne i multilateralne. Bilateralna kompenzacija je prestanak dve uzajamno jednorodne obaveze putem prebijanja jedne drugom. Multilateralna kompenzacija je prestanak više uzajamno jednorodnih dospelih obaveza njihovim međusobnim prebijanjem. Ovde postoji više učesnika čije su obaveze jednorodne i dospele.

Pored ove dve vrste kompenzacija (bilateralne i multilateralne) postoje i sledeće vrste: zakonska, dobrovoljna, potpuna, nepotpuna.

Plaćanje međusobnih obaveza putem prebijanja podrazumeva da jedna pravna osoba ima istovremeno i potraživanje i obavezu (dugovanje) prema drugoj pravnoj osobi, u kom se slučaju radi o takozvanoj bilateralnoj kompenzaciji, odnosno da jedna pravna osoba duguje drugoj pravnoj osobi, da druga pravna osoba duguje trećoj pravnoj osobi, a da treća pravna osoba duguje prvoj pravnoj osobi, u kom se slučaju radi o takozvanoj multilateralnoj kompenzaciji, u kojoj može biti takoreći neograničen broj učesnika, odnosno u kojoj sudeluju najmanje tri pravne osobe a može ih biti daleko više.

5.2. Cesija potraživanja

Cesija je ustupanje potraživanja, odnosno prenošenje potraživanja ranijeg poverioca (cedent) od njegovog dužnika (cesus) na novog poverioca (cesionar).

U cesiji učestvuju tri organizacije–osobe:

- poverilac koji ustupa svoje potraživanje,
- novi poverilac na koga se prenosi (cedira) potraživanje,
- dužnika po potraživanju, koji se prenosi cedira, koji i dalje zadržava ulogu dužnika po istoj osnovi, samo što obavezu mora izmiriti, umesto prvobitnom poveriocu, novom poveriocu.

Cesija nastaje na osnovu ugovora ili sudske odluke, a u nekim slučajevima i iz određenih zakona.

Najčešći oblik u kome se cesija pojavljuje je ugovorna i ona nastaje na osnovu ugovora koji se zaključuje između starog poverioca i novog.

Svaka cesija postoji u slučaju kada cesionar na osnovu pristanka cesusa naplati svoje potraživanje koje je on imao u odnosu na cedenta.

Zakonska cesija je takva cesija kod koje tražbina prelazi na drugog subjekta, a pri tome se ne izdaje pismeni sporazum o prenošenju. Primer: slučaj kada jamac plati dug za glavnog dužnika.

Prema tome za podmirenje obaveza ustupanjem potraživanja – cesijom uslov je da postoji dužničko–poverilački odnos između najmanje dve pravne osobe, a da sudeluju najmanje tri pravne osobe i to: poverilac koji prenosi – cedira svoje potraživanje, novi poverilac na kogaje preneto – cedirano potraživanje i dužnik koji samo menja poverioca u smislu da obavezu koju ima prema prvobitnom poveriocu (cedentu) podmiruje novom poveriocu (cesionaru).

5.3. Preuzimanje duga

Ovde učestvuju tri osobe:

- dužnik koji prenosi dugovanje na novog dužnika,
- novi dužnik koji preuzima dug prethodnog dužnika,
- poverilac po preuzetom dugu koji dalje zadržava ulogu poveriocu po određenom potraživanju, s tim što obavezu prema njemu treba umesto prethodnog dužnika izvršiti novi dužnik, koji je preuzeo obavezu izmirenja duga.

Suština preuzimanja duga jeste promena dužnika, dakle suprotno od cesije potraživanja.

Prema tome i kod preuzimanja duga uslov je da postoje tri subjekta i to: dužnik koji prenosi dugovanje odnosno obavezu na novog dužnika; novi dužnik koji preuzima dug od prethodnog dužnika i poverilac koji je i prvobitno bio poverilac, dakle neizmenjeni poverilac kome potraživanje treba isplatiti novi dužnik.

5.4. Asignacija

Asignacija je upućivanje novog dužnika (asignata) da izmiri obavezu dosadašnjeg dužnika (asignanta) prema njegovom poveriocu.

Tu postoji odnos triju organizacija–osoba radi izmirenja dvaju obaveza. Da bi se asignaija mogla provesti, odnos između tih organizacija treba biti takav, da se prva organizacija javlja u ulozi dužnika i poverioca, druga da bud samo dužnik, a treća samo poverilac.

- prva da izda nalog drugoj organizaciji da za njen račun izmiri obavezu prema trećoj organizaciji,
- druga da prihvati izmirenje obaveze prema trećoj organizaciji za račun prve organizacije,
- treća da prihvati izmirenje potraživanja od prve organizacije na ovaj način.

Da bi se asignacija mogla izvršiti potrebno je da budu ispunjena još dva uslova: da su obaveze jednorodne i da su dospele za plaćanje.

Dakle bitna razlika između asignacije i preuzimanja duga jeste u tome što prvobitni dužnik – asignant i dalje ostaje u obavezi prema poveriocu – asignatoru i to sve do ispunjenja obaveze, a kod preuzimanja duga prestaje obaveza prvobitnog dužnika prema poveriocu i nastaje novi odnos između poverioca i preuzimaoca duga.

U asignaciji mogu učestvovati tri ili više pravnih osoba, a asignacijom se može podmiriti obaveza, odnosno naplatiti potraživanje do visine najmanjeg iznosa obaveze, odnosno potraživanja. U asignaciji jedna pravna osoba ima samo potraživanje, znači samo poverilac, a jedna pravna osoba ima samo obavezu, znači samo je dužnik, a svi ostali subjekti imaju međusobni dužničko–poverilački odnos, tj. imaju međusobne obaveze i potraživanja.

6. INSTRUMENTI PLAĆANJA U UNUTRAŠNJEM PLATNOM PROMETU

6.1. Značaj i vrste instrumenata plaćanja u unutrašnjem platnom prometu

Pod pojmom instrumenata unutrašnjeg platnog prometa podrazumevaju se obrasci koji se upotrebljavaju pri sprovođenju određene novčane transakcije, odnosno, omogućuju da se izvrši prenos sredstava, uplata, isplata ili podizanje gotovine sa računa.

Širi pojam instrumenata platnog prometa uključuje i one obrasce koji za datu novčanu promenu koriste prethodne instrumente, ti obrasci su poznati pod zajedničkim imenom: “ostali instrumenti – obrasci platnog prometa”.

Instrumenti–obrasci platnog prometa koji se sada nalaze u upotrebi primenjuju se za sva plaćanja u unutrašnjem platnom prometu koja se moraju vršiti

primenom jednoobraznih instrumenata – obrazaca platnog prometa i koji se prema funkciji dele na:

(1) Gotovinske naloge, koji se koriste pri uplati novca u korist računa korisnika, ili podizanja gotovine, odnosno isplati sa računa korisnika. Tu spadaju:

(a) nalozi za uplatu:
- poštanska uputnica
- opšta uplatnica
- posebna uplatnica

(b) nalog za isplatu
- ček
- uputnica
- uputnica za doznake iz inostranstva
- nalog za gotovinsku isplatu
- gotovinski nalog po isplatnoj knjižici

(2) Bezgotovinske naloge – virmanske naloge, koji se koriste pri prenosu sredstava sa računa dužnika na račun poverioca:
- opšti nalog za prenos
- poseban nalog za prenos
- nalog za obračun
- nalog za naplatu
- poseban nalog za plaćanje obaveza
- obračunski ček

(3) Interne naloge službe, kod kojih je inicijator promene na računima korisnika službe na osnovu zakonskih ovlašćenja ili koje služba izdaje na osnovu naloga korisniku u cilju bržeg prenosa sredstava:
- interni nalog za prenos
- teleprinterski nalog

(4) Naloge za obračun sa poštama, koji se koriste za obračun kod pošta, na temelju izvršenih određenih uplata, isplata gotovine što su ih pošte u toku dana izvršile za račun poštanskih štedionica i banaka:
- prijava uplata poštanskih uputnica
- prijava uplata po štednim ulozima
- isplata poštanskih uputnica
- isplata međunarodnih poštanskih uputnica
- isplata po štednim ulozima
- nalog za obračun isplaćenih čekova po tekućem računu građana

(5) Ostali instrumenti – obrasci platnih prometa, koji omogućavaju raspolaganje sredstvima korisnika koji se vode na računu Službe za platni promet:
- cirkularno kreditno pismo
- interni nalog za knjiženje
- računska knjižica
- akreditiv

- isplatna knjižica.[684]

Plaćanje preko računa vrši se: obračunom, bezgotovinski s računa i gotovim novcem.

6.2. Plaćanje gotovim novcem

Dinar kao zakonsko sredstvo plaćanja na našem području, u obliku novčanica i kovanog novca, izdaje u svojstvu emisione banke, a prema zakonskim odredbama Narodne banke. Ovo znači da su svi subjekti domaćeg dinarskog platnog prometa dužni primati spomenute novčanice u cilju naplate svojih potraživanja i s njime definitivno plaćati svoje novčane obaveze.

Puštanje u opticaj i povlačenje iz opticaja novčanica i kovanog novca NBS obavlja posredstvom organizacionih jedinica institucija za platni promet, jer prema zakonskim određbama Služba organizuje i ostvaruje domaći dinarski platni promet. Pojavni oblici izradenih novčanica i kovanog novca su: blagajnička rezerva, blagajnička gotovina, gotovina na putu i gotovina kod pošta.

Pravno lice dužno je da novac primljen u gotovu, po bilo kom osnovu, uplati kod nosioca platnog prometa kod koga ima otvoren poslovni račun istog dana, a najdocnije narednog radnog dana.

Poslovna jedinica pravnog lica koja vrši naplatu u gotovom novcu, a u čijem sedištu nema organizacione jedinice nosioca platnog prometa kod koga ima otvoren poslovni račun, primljeni novac može uplatiti u roku kod najbliže jedinice preduzeća PTT saobraćaja.

Izuzetno ako je mesto poslovne jedinice pravnog lica udaljeno najmanje 15 kilometara od sedišta Službe, banke i druge finansijske organizacije i jedinice preduzeća PTT saobraćaja, novac primljen u toj poslovnoj jedinici može se uplaćivati u određenim periodima, koji ne mogu biti duži od tri dana.

Pravno lice može za plaćanje u gotovom novcu podizati sa računa i držati u svojoj blagajni gotov novac do visine blagajničkog maksimuma.Visina blagajničkog maksimuma utvrđuje se u skladu s kriterijumima koje propisuje Narodna banka.[685]

6.3. Instrumenti gotovinskog plaćanja

Instrumentima gotovinskih plaćanja regulišu se plaćanja kod kojih se gotovo novac javlja ili na početku ili na kraju postupka plaćanja i to onda kad platilac ili korisnik ne raspolažu tekućim ili žiro–računom, odnosno kada takvim računima ne raspolažu oba subjekta.

---

[684] Hadži–Petrović, Miljka: Unutrašnji platni promet u Jugoslaviji, Informator, Zagreb, 1980, str. 85–133.
[685] Zakon o platnom prometu, Ibid.

Poštanska uputnica se koristi u slučajevima uplate gotovog novca kada ni platilac ni primalac ne raspolažu tekućim, odnosno žiro–računom i takvo plaćanje može da bude obično i telegrafsko. Uplata i isplata gotovog novca obavlja se preko pošte.

Opšta uplatnica se primenjuje u svim slučajevima kada platilac ne raspolaže tekućim, odnosno žiro–ačunom, a korisnik odnosno primalac raspolaže tekućim, odnosno žiro računom. Uplatu preko opšte uplatnice vrše građani i pravna lica kada je potrebnim subjektima, bankama, državnim organima i ustanovama i fondovima. Opštu uplatnicu koriste takođe i transaktori kada vrše uplate gotovine dnevnog pazara i viška gotovine iznad blagajničkog maksimuma, u korist svog žiro računa. Uplate po opštoj uplatnici mogu se izvršiti u banci, pošti ili filijali Službe. Opšta uplatnica se sastoji iz tri dela: (1) Priznanice, (2) Izveštaja o uplati, (3) Izveštaja za arhivu.

Posebna uplatnica ili uplatnica sa posebnom namenom služi za uplatu gotovog novca kada su u pitanju plaćanja određenih obaveza: uplata kazni po rešenjima sudije za prekršaje, tj. za sve vrste gotovinskih uplata kod kojih postoji potreba dokazivanja nadležnom organu da je izvršena uplata. Posebna uplatnica se sastoji iz četiri dela: priznanice, izveštaja nadležnom organu, izveštaja o uplati i izveštaja za arhivu.

Gotovinski ček je novčani instrument na osnovu koga privredni subjekt, odnosno korisnik akreditiva daje nalog Službi da se na teret njegovog računa, odnosno akreditiva izvrši isplata određenog iznosa novca označenom licu ili donosiocu čeka. Gotovinski čekovi se koriste prilikom isplate ličnih dohodaka, materijalnih troškova, za podizanje gotovine sa računa privrednog subjekta.

Uputnica je gotovinski instrument koji se upotrebljava za isplatu određenog iznosa označenom subjektu. Isplata na osnovu uputnice se vrši na blagajnama pošta ili organizacionih jedinica Službe. Prijem novca korisnik potvrduje svojim potpisom na samoj uputnici, a pošto se izvrši isplata uputnica se vraća organizacionoj jedinici Službe kod koje se vođe računi nalogodavca.

Uputnica za doznake iz inostranstva predstavlja gotovinski instrument kojim Narodna banka Jugoslavije i banke vrše isplate (određenim licima) dinarske protivvrednosti deviznih sredstava koja su doznačena iz inostranstva. Isplata uputnica za doznake iz inostranstva može se izvršiti na blagajni službe ili pošta u zemlji.

Uputnica za doznake iz inostranstva sastoji se iz četiri dela: uputnice za doznake iz inostranstva, priznanice–povratnice, izveštaja za arhivu i izveštaja za korisnika. Prijem novca korisnik potvrduje svojim potpisom na određenom mestu uputnice koja se zajedno sa priznankom–povratnkom koja je ispisana na stranom jeziku dostavlja nalogodavcu.

Nalog za gotovinsku isplatu je gotovinski instrument koji se koristi za: isplatu po računskim knjižicama kod pošta i organizacionih jedinica Službe, isplata u vezi sa cirkulacionim kreditnim pismima, isplate po sudskim rešenjima, isplate obveznica, kupona idr.

Nalog za gotovinsku isplatu ima dva primerka: nalog za gotovinsku isplatu i izveštaj o isplati gotovine.

Gotovinski nalog po isplatnoj knjižici se koristi prilikom isplata invalidnina ratnim vojnim invalidima, novčanih naknada koje imaju stalan karakter, isplate poslanicima, Skupštine, poslanici, skupština republika i pokrajina kao i za isplate po drugim isplatnim knjižicama.

Gotovinski nalog po isplatnoj knjižici se sastoji iz: gotovinskog naloga po isplatnoj knjižici i izveštaja po isplatnoj knjižici.

6.4. Instrumenti bezgotovinskog plaćanja

Bezgotovinsko plaćanje predstavlja takav način plaćanja kod koga se plaćanja obavljaju prenošenjem određenih iznosa novca sa računa nalogodavca–dužnika na račun korisnika–poverioca. Prema tome, bezgotovinsko plaćanje se realizuje prenošenjem u knjigama određenog novčanog iznosa sa jednog u korist drugog računa u okvirima jedne, ukoliko se računi vode kod iste finansijske organizacije, ili kod dve ako subjekti raspolažu računima kod različitih banaka, odnosno finansijskih organizacija.

Za obavljanje platnog prometa otvaraju se sledeći računi:

- Poslovni računi;
- Uplatni računi javnih prihoda i računi za zajedničku isplatu prihoda;
- Računi za posebne namene i drugi računi u skladu s propisima. Učesnik u platnom prometu može imati samo jedan poslovni račun.

Nosioci platnog prometa otvaraju poslovne račune učesnicima u platnom prometu na njihov zahtev, na način i pod uslovima utvrđenim zakonom.

Poslovni računi mogu se otvarati kao žiro–računi ili kao tekući računi. Žiro–računi otvaraju se kod nosilaca platnog prometa na zahtev učesnika u platnom prometu. Tekući računi otvaraju se kod nosioca platnog prometa na osnovu ugovora zaključenog između učesnka u platnom prometu i nosioca platnog prometa koji obavlja kreditno–depozitne poslove.

Ako se tekući račun otvara kod nosioca platnog prometa koji ne obavlja depozitno–kreditne poslove, promene na tom računu evidentiraju se i na računu nosioca platnog prometa potpisnika ugovora o otvaranju tekućeg računa.

Pravna lica otvaraju račune kod nosilaca platnog prometa prema svom sedištu, a fizička lica – nezavisno od prebivališta, prema ugovoru. Pravno lice može otvoriti račun svom delu, koji sastavni deo računa pravnog lica, prema sedištu dela pravnog lica.

Nalog za plaćanje s računa ispostavljaju:

- Imaoci računa;
- Poverioci, na osnovu dospelih hartija od vrednosti i drugih instrumenata obezbeđivanja plaćanja, otvorenih akreditiva, drugih propisnih ili ugovorenih ovlašćenja;

- Nosioci platnog prometa, na osnovu sudskih i drugih izvršnih naslova, zakonskih ovlašćenja i svojih internih naloga radi delimičnog izvršavanja naloga, naplate usluga, ispravke grešaka i sl.

Naloge za plaćanje ispostavljaju lica čiji su potpisi deponovani kod nosioca platnog prometa kod koga se vodi račun učesnika u platnom prometu.

Službe platnog prometa primaju od učesnika u platnom prometu naloge za plaćanje i drugu propisanu dokumentaciju platnog prometa. Nosilac platnog prometa vratiće podnosiocu nalog za plaćanje koji nije ispostavljen u skladu sa propisima, i na njegov zahtev, u roku od tri dana od dana podnošenja, pismeno obrazložiti razloge za vraćanje naloga.

Plaćanje s računa vrši se do visine pokrića na računu izdavaoca naloga. Pod pokrićem, podrazumevaju se stanje sredstava na računu od prethodnog dana, sredstva prispela u toku dana (dnevni priliv) i sredstva do visine odobrenog neiskorišćenog okvirnog kredita, umanjeno za izvršena plaćanja (dnevni odliv) do momenta utvrđivanja pokrića. Nalozi za plaćanje za čije izvršavanje nema pokrića evidentiraju se i izvršavaju prema vremenu prijema, ako zakonom nije drugačije određeno.

Nosilac platnog prometa izvršava naloge za prinudnu naplatu iz svih sredstava učesnika platnog prometa koji se vođe na računima kod tog nosioca ako zakonom nisu izuzeta od izvršenja i ako na teret tih sredstava nisu izdati instrumenti plaćanja. Nosilac platnog prometa u nedostatku sredstava za izvršenje naloga za plaćanje u celini, izvršava nalog delimično, do visine raspoloživih sredstava na računima dužnika, intemim nalogom.

Sredstva učesnika u platnom prometu koja se evidentiraju na računima kod službe i drugih nosilaca platnog prometa koji nisu depozitari dnevno se uključuju kao depoziti po viđenju u račune banaka i drugih depozitara saglasno zakonu, odnosno zahtevu imaoca računa. Novčana sredstva na računima depozitara, neugovoreni depoziti na računima učesnika u platnom prometu i sredstva na računima koji se po saveznom zakonu smatraju depozitom Narodne banke, dnevno se uključuju kao depozit po viđenju Narodne banke. Nalozi za uključivanje sredstava izvršavaju se bez odlaganja.

Nosioci platnog prometa dostavljaju izveštaje o izvršenom platnom prometu učesnicima u platnom prometu koji kod njih imaju otvorene račune najdocnije narednog radnog dana. Nosioci platnog prometa i učesnici u platnom prometu mogu ugovoriti i drugi rok za dostavljanje izveštaja.

Nosilac platnog prometa dužan je da naloge za plaćanje prima od učesnika u platnom prometu u toku celog radnog dana i da te naloge izvrši istog dana kad ih je primio. Ako je nosilac platnog prometa primio nalog za plaćanje, za učesnika čiji se račun vodi kod drugog nosioca platnog prometa, dužan je da nalog dostavi tom nosiocu istog dana, a najdocnije narednog radnog dana.

Regulisanje obaveza nalogom za prenos ili takozvanim žiralnim novcem obavlja se u skladu s ugovorom između poverioca i dužnika, tj. ako je ugovorom

određeno da se podmirivanje obaveze obavlja nalogom za prenos, odnosno ako ugovorom neki drugi način podmirenja obaveze. Podmirenje obaveza nalogom za prenos obavlja se i kad su u pitanju propisane obaveze koje se ne mogu podmirivati na drugi način kao što su obaveze za porez na promet, za poreze i doprinose iz dohotka, odnosno dobiti i sl.

Uputstvom o obliku, sadržaju i upotrebi jednoobraznih obrazaca za obavljanje poslova platnog prometa u zemlji putem Službe za platni promet propisano je da se bezgotovinska plaćanja, odnosno plaćanja prenosom sredstava sa žiro i drugih računa obavlja korišćenjem obrazaca:

Opšti nalog za prenos – Obrazac kojim dužnik nalaže organizacionoj jedinici Službe da na teret njegovog računa izvrši prenos sredstava na račun drugog pravnog lica.

Poseban nalog za prenos – Obrazaca koji je u svemu isti kao i prethodni, s tim što se podnosi u četiri primerka, dok se prethodni obrazac podnosi u tri primerka. Ovaj obrazac koristi se u slučajevima kad je dužniku potreban jedan primerak naloga kao dokaz o izvršenom plaćanju.

Navedenim uputstvom propisano je šta sadrži Opšti nalog za prenos, odnosno Posebni nalog za prenos, kao i obaveza organizacione jedinice Službe za platni promet da jedan overen primerak naloga dostavi dužniku (izveštaj o zaduženju), jedan overen primark poveriocu odnosno pravnoj osobi na čiji su račun prenesena sredstva (izveštaj o odobrenju) i da jedan primerak zadrži u svojoj dokumentaciji.

Radi sprovođenja određbi člana 12. stav 1. Zakona o finansijskom poslovanju u članu 13. stav 1. istog Zakona propisano je da je pravna osoba dužna da naloge za plaćanje svih dospelih nepodmirenih obaveza podnese nadležnoj organizacionoj jedinici institucije knjigovodstva najkasnije na dan dospeća obaveze. U vezi s tim u članu 26. tačka 5. ovog Zakona propisana je novčana kazna osobi ako do dana dospeća ne podnese nadležnoj institucije knjigovodstva naloge za plaćanje dospelih nepodmirenih obaveza.

S obzirom da Nalog za prenos sadrži i podatke o danu nastanka dužničko–poverilačkog odnosa Služba u okviru preventivne kontrole kontrolše i da li je nalog za plaćanje dostavljen do dana dospeća obaveze. Međutim, tačnost podataka o danu nastanka dužničko–poverilačkog odnosa koji je unesen na obrascu Nalog za prenos Služba može kontrolisati samo u okviru eksterne kontrole, tj. kod pravne osobe.

Ako pravna osoba ne raspolaže sredstvima na računima kod Službe i sredstvima iz okvirnog kredita koji može koristiti po principu tekućeg računa za podmirenje svih dospelih obaveza (osnova za naplatu i naloga za plaćanje) organizaciona jedinica Službe vodi evidenciju o rasporedu prijema osnova za naplatu i naloga za plaćanje istog prioriteta prema danu i satu njihovog prijma i izvršava ih po redosledu propisanom u članu 14. Zakona o finansijskom poslovanju.

Nalog za obračun kao virmanski nalog se koristi u svim slučajevima kada je potrebno da se vrši knjiženje avaliste, odnosno isplatila obavezu po garanciji na teret računa garanta ili supergaranta.

Nalog za naplatu se upotrebljava u slučajevima kada nalogodavac (poverilac) nalaže Službi da na teret drugog korisnika izvrši prenos sredstava u korist njegovog računa. Ovaj nalog se upotrebljava u slučajevima:

- kada je dužnik otvorio akreditiv u korist poverioca, ili ako mu je predao menicu,
- kada pravno lice zadužuje račun banke na osnovu čekova primljenih i dostavljenih banci po tekućim računima građana po kojima je odnosna banka trasat kao i na osnovu izvršenog otkupa stranih sredstava plaćanja za račun banke.

Poseban nalog za plaćanje obaveza se koristi za bezgotovinska plaćanja obaveza između pravnih lica u roku od 15 dana od dana isteka obračunskog perioda za koji se utvrđuje prihod, pod uslovom:

- da je dužničko–poverilački odnos nastao u toku poslednjih 15 dana obračunskog perioda i
- da je doznaka, odnosno uplata prispela u toku od 15 dana od nastanka dužničko–poverilačkog odnosa.

Posebnim nalogom za plaćanje obaveza vrše se plaćanja po osnovu: prometa proizvoda i vršenja usluga, osim u slučajevima kada su poveriocu uručeni instrumenti osiguranja plaćanja,

- povraćaja dažbina,
- raspoređivanja zajednički ostvarenog prihoda, odnosno zajednički ostvarene dobiti po osnovu američkog ulaganja,
- kamata na kredite, naknada za vršenje bankarskih usluga i drugih obaveza prema banci, odnosno finansijskoj organizaciji koji ulaze u ukupan prihod tih organizacija,
- premija osiguranja.

Obračunski ček se upotrebljava za obezbeđenje plaćanja kao i plaćanja između pravnih lica. Obračunski ček je trasiran na Službu kod koje se vodi račun trasanta.

Obračunski ček uvek izdaje dužnik na teret svog računa „po naredbi" poverioca i sa navedenim brojem računa, kao i nazivom poverioca.

Obračunski ček se može izdati na donosioca i na njemu mora da stoji oznaka šta se njime plaća, iz čega može da se ustanovi – da li se njime plaćaju obaveze za koje je propisana obaveza obezbeđenja plaćanja.

Poverilac podnosi obračunski ček sa spiskom čekova radi naplate instituciji za platni promet kod koje se vođe računi izdavaoca čeka (trasanta).

Akceptni nalog služi za obezbeđivanje plaćanja, odnosno za naplatu o roku dospeća. Ovaj nalog izdaje dužnik upisujući, pored elemenata opšteg naloga za prenos, i datum dospeća naloga, a uručuje ga poveriocu.

Poverilac potpisuje i overava akceptni nalog i podnosi na naplatu filijali Službe dužnika, neposredno ili poštom, najdocnije na dan dospeća naloga. Akceptni nalog se ispisuje kopirno u tri primerka.

Zbirni nalog za prenos upotrebljava se kada preduzeće–nalogodavac nalaže da se na teret njegovog računa izvrši prenos sredstava na račune više pravnih lica, kao i u slučaju kada nalogodavac nalaže da se na teret njegovog računa prenesu sredstva u korist jednog računa po više osnova plaćanja. Zbirni nalog može imati više strana, označenih rednim brojem, može se štampati na sredstvima za automatsku obradu podataka, s tim što po obliku i sadržini treba da bude identičan propisanom obrascu.

Svaki nalog za prenos u zbirnom nalogu, označen rednim brojem, smatra se zasebnim nalogom za prenos. Ovaj nalog za prenos sredstava korisnicima čiji se računi vođe u filijali Službe kod koje se vođe računi nalogodavca, a posebno za plaćanje u korist računa koji se vođe u ostalim filijalama Službe.

Zbirni nalog za prenos sadrži osnovne elemente opšteg naloga za prenos, kao i specifične pojedinačne iznose, brojeve i nazive računa korisnika, a sastavljaju se okvirno u dva primerka.

Tekući računi. Bezgotovinsko plaćanje i prikupljanje sredstava građana tekućim računima od bitne je važnosti za dalji ukupan rast neoročenih sredstava građana u bankarskim organizacijama. Stabilizacioni programi zahtevaju aktivnost u svim sferama društvenog života, među kojima i u monetarnoj oblasti, posebno u obezbeđivanju likvidnih sredstava i dodatnih izvora finansiranja tekuće reprodukcije.

Poslednjih godina određeni poremećaji u društvu (ekonomska blokada, hiperinflacija, opadanje realnih ličnih dohodaka), izazvali su negativne pojave, smanjivanje mogućnosti građana da štede, pojačale nepoverenje u štednju, što je imalo uticaja na realan rast štednje uopšte. Povećanje kamatnih stopa na štedne uloge u poslednje dve godine, kao protivteže stopi inflacije, doprineto je da dođu do izvesnog smirenja i oživljavanja ukupne štednje, uz izmenu njene strukture. Cilj bankarskih institucija mora da bude veće usmeravanje na razvoj tekućeg računa nego na razvoj a vista štednje (štednja po viđenju) za kojom interes građana opada.

Prioritet treba dati tekućim računima jer postoje očigledne prednosti (1) zbog tehnike rada, (2) zbog jednostavne manipulacije, (3) bržeg korišćenja sredstava, (4) mogućnosti dobijanja pozajmice, (5) manjeg uticaja kriznih situacija i poremećaja, a posebno (6) zbog potrebe razvoja bezgotovinskog načina plaćanja. Prilikom izdavanja čekovnih blanketa vodi se računa da se vlasniku računa izda potreban broj primeraka prema njenoj kreditnoj sposobnosti. Izdavanje čekova bez pokrića nije samo problem naših banaka, jer i u zemljama gde je bezgotovinski način plaćanja razvijeniji, prateća je pojava.

Novčana kartica. Kartica predstavlja instrument bezgotovinskog načina plaćanja koja se emituje kao plastična kartica koja glasi uvek isključivo na ime

(izuzev redovne kartice). Kartica može nositi i druge podatke: ime člana, odnosno emitenta, ime nacionalnog programa, oznake usluga prema želji korisnika na poleđini kartice i sl. Polazeći od ugovornog odnosa između korisnika kartica u svetu egzistira sistem specijalnih kartica i sistem univerzalnih kartica. U sistemu specijalnih kartica karakterističan je dvostrani odnos – i to odnos između emitenta i korisnika kartice, dok naspram ovog sistema sistem univerzalnih kartica podrazumeva trostrani odnos, tj. odnos između emitenta, korisnika kartice i prodajnog mesta, odnosno mreže akceptanata. Prema tome, kod specijalnih kartica emitent je istovremeno i prodajno mesto, odnosno mreža akceptanata, što nije slučaj kod univerzalnih kartica. U okviru navedene klasifikacije, a prema geografskom području važenja, kartice se svrstavaju na nacionalne i internacionalne. Nacionalne kartice omogućavaju korisniku kartice da kupuje robu ili koristi usluge samo na naznačenoj teritoriji važenja na kartici. U suštini, takva vrsta kartice kod nas, predstavlja komplementarni instrument čovekovoj kartici po tekućim računima građana.

Internacionalna kartica, za razliku od nacionalne, može da se koristi u celom svetu, odnosno kako na područjima emitenta, tako i u svim zemljama gde se kartica prihvata. Nacionalne i internacionalne kartice mogu biti: kreditne, debitne; kartice automatske blagajne, kartice za velike kupovine, imovinske, elektronske...

Kreditna kartica podrazumeva prethodno odobrenu kreditnu liniju. Bolje rečeno, korisniku kartice je otvorena kreditna linija kod određenog limita tj. revolving kredit. Korisnik kartice može vršiti kupovinu robe ili korišćenje usluge samo do utvrđenog limita otvorene kreditne linije.

Debitne kartice, za razliku od kreditnih, baziraju se na deviznom i tekućem računu. Prema tome, sve transakcije nastale pri korišćenju kartice zadužuju jedan od dva računa zavisno po kome je osnovu izdata kartica. Ukoliko je kartica korišćena kod nas a ne u inostranstvu tada će sve nastale transakcije tretirati tekući račun. Sve transakcije, nastale pri korišćenju kartice u inostranstvu, teretiće devizni račun korisnika kartice.

Kartice automatske blagajne bazirane su na čekovima, štednom ili kreditnom računu. Sa ovom kartkom, korisniku je u određenim mestima gde postoje bankomati, takozvane gotovinske blagajne, automatski podiže novac do određenog iznosa. Sve transakcije nastale korišćenjem ove kartice tretiraće račun korisnika kartice.

Kartice za velike kupovine podrazumevaju prethodno otvaranje kreditne linije pod specijalnim uslovima. Ovde se radi o specifičnoj kreditnoj kartici koja omogućava korisnicima da izvrše nabavku opreme za domaćinstvo.

Imovinske kartice predstavljaju instrument koji omogućava korisniku da raspolaže imovinom koja se void na računu zajedničkih sredstava ili omogućava korisniku da raspolaže hartijama od vrednosti.

Elektronska kartica predstavlja najsavremeniji instrument plaćanja koji je moguće koristiti jedino u mreži akceptanata, odnosno prodajnim mestima koja raspolažu specijalnim terminima, tj. opremom sposobnom za prihvat kartica. Ova kartica u pogledu bezbednosti od zloupotrebe, neovlašćenog korišćenja, za razliku od svih navedenih, pruža punu sigurnost kako za korisnika kartice, tako i za emitenta.

Evidentno je da pored novčanih kartica ima i drugih instrumenata bezgotovinskog sistema plaćanja, kao što su čekovne kartice po tekućim računima i euroček garantne kartice.

7. INSTRUMENTI OSIGURANJA PLAĆANJA

Kao instrumenti osiguranja plaćanja mogu služiti: obračunski ček, menica sa avalom, neopoziv dokumentarni akreditiv i garancija.

7.1. Obračunski ček

Obračunski ček se upotrebljava za osiguranje plaćanja i plaćanje obaveza za koje je propisana dužnost osiguranja plaćanja. To je ček trasiran na instituciju za platni promet kod koje se vođe računi trasanta. Obračunski ček izdaje dužnik na teret svog računa a po nalogu poverioca (sa navedenim brojem računa i nazivom poverioca). Taj ček ne može biti izdat na donosioca. Ček mora sadržati oznaku šta se njime plaća, iz koje se može videti da li se plaćaju obaveze za koje je propisana dužnost osiguranja plaćanja. Ako se dužnik želi osigurati da u momentu podnošenja čeka na naplatu bude sredstava na njegovom računu, kako ne bi došlo do protesta čeka, on može izdvojiti sredstva na poseban račun kod Službe. Ovako izdvojena sredstva ne mogu se angažovati za isplatu drugih obaveza dužnika. Ona služe samo ža isplatu čekova trasiranih na teret posebnog računa. Na svim primercima čeka i na talonu otisnute su dve paralelne crte iz donjeg levog i gonji desni ugao, a na primerku Obračunskog čeka između tih crta stavljena je oznaka “samo za obračun”.

7.2. Menica sa avalom

Pod menicom kao instrumentom osiguranja plaćanja podrazumeva se pismena izjava data u propisanoj formi kojom se jedna organizacija obavezuje da će u određeno vreme i u određenom mestu (po pravilu sedištu institucije kod koje se vođe njeni računi) isplatiti označeni iznos organizaciji imenovanoj u menici ili po njenom nalogu. Menica kao instrument osiguranja plaćanja može se koristiti samo na osnovu dužničko–poverilačkih odnosa nastalih iz prometa robe i vršenja usluge. Menica kao

instrument osiguranja plaćanja mora biti vlastita trasirana menica, odnosno, menica u kojoj je trasat i transant jedna ista organizacija. Menica mora biti avalirana i to na celi menični iznos. Menicu može avalirati svako pravno lice osim trasanta, ako ispunjava uslove za davanje avala. Aval se uvek daje za trasanta. Avalist jamči isplatu menice sa računa trasanta, a ako na njegovom računu nema ili nema dovoljno sredstava, menicna obaveza se izmiruje iz raspoloživih sredstava sa svih računa avaliste. Menica kao instrument osiguranja plaćanja mora imati tačan datum dospeća, odnosno to je menica plativa na određen dan. Menica mora biti domicilirana na instituciju za platni promet kod koje se vođe računi dužnika.

7.3. Neopoziv dokumentarni akreditiv

Neopoziv dokumentarni akreditiv koriste se kao instrument osiguranja plaćanja u svim onim slučajevima kada se plaćanje ima izvršiti prema dokumentaciji koja se predviđa u ugovoru zainteresovanih subjekata (kupca i prodavca). Kupac je obavezan da kod banke prilikom otvaranja akreditiva stavi na raspolaganje određeni iznos vrednosti proizvoda koja imaju karakter izdvojenih sredstava i koja se mogu koristiti samo i isključivo kada su u pitanju isplate u vezi sa otvorenim akreditivom. Neopoziv dokumentarni akreditiv koriste se ne samo kao instrument osiguranja plaćanja već i kao instrument koji treba da maksimalno obezbedi da će posao koji se plaća posredstvom ovog instrumenta biti i kvalitativno i kvantitativno izvršen. S tim u vezi, u uslovima se obično tačno preciziraju koja su to dokumenta koja su potrebna da se obezbeđe da bi se akreditiv mogao isplatiti. Naplata iznosa u vezi sa otvorenim nepozivim dokumentarnim akreditivom vodi se kod banke kod koje je otvoren akreditiv, podnošenjem od strane prodavca odgovarajućeg naloga za naplatu kao i dokumentacije koja je bila predviđena još prilikom otvaranja akreditiva. Banka, pošto oceni da dokumenta odgovaraju uslovima otvorenog akreditiva, obavezna je da izvrši nalog za naplatu primljen od prodavca još istog dana. Neopoziv dokumentarni akreditiv gasi se u slučaju kada je u potpunosti iskorišćen, odnosno istekom roka na koji je otvoren. Međutim, postoji mogućnost da akreditiv prestane da važi i pre isteka njegovog roka u slučaju ako se kupac i prodavac pismeno o tome saglase ili ukoliko se steknu neki od uslova za prevremeno gašenje akreditiva koji su predviđeni u nalogu za njegovo otvaranje.

7.4. Garancija

Garancija kao instrument osiguranja plaćanja stavljena je u lepezu ostalih instrumenata iz razloga što ona predstavlja podesan instrument osiguranja plaćanja, s obzirom da poveriocu pruža mogućnost da se, ukoliko dužnik, usled nelikvidnosti ne bi bio u stanju da odgovori na svoje obaveze plaćanja, davalac garancije automatski obavezuje da izvrši isplatu po datoj garanciji. Dužnik je obavezan da instrument osiguranja plaća, u ovom slučaju garanciju da poveriocu

u roku utvrđenom u ugovoru, ali koji ne može pasti posle nastanka dužničko–poverilačkog odnosa. Garancijom se obezbeđuje plaćanje koje se vrši o roku, a koji ne može da bude duži od 30 dana od dana kada je dužničko–poverilački odnos nastao. Garanciju za osiguranje plaćanja po osnovu prometa roba i usluga mogu izdavati banke kao i pravna lica.Prilikom davanja garancije, garant je obavezan da proveri vrednost isporuke robe, odnosno investicije kao i sposobnost dužnika da izvrši obaveze za koje traži garanciju. U vezi sa davanjem garancije, postoji i obaveza dužnika da podnese potrebnu dokumentaciju koju odredi garant. Banke mogu da izdaju ne samo garanciju već i super – garanciju drugim bankama do visine likvidnog investicionog potencijala koji nije angažovan za pokriće garancija po osnovu investicija, a kojima se ona obavezuje da će izvršiti obaveze plaćanja po garancijama za investicije koje su izdale druge banke ukoliko takve banke ne bi izvršile svoje obaveze po datim garancijama.

Banka je obavezna da primljene naloge u celosti ili delimično izvršava u korist poverioca, po redosledu garancija, iz sredstava dužnika, garanta, super–garanta, osim onih sredstava koja po Zakonu ne mogu biti predmet izvršavanja.

8. SAVREMENA TEHNOLOGIJA PLATNOG PROMETA

8.1. Finansijske i tehnološke inovacije

Uvođenje nove tehnologije uslovljeno rastom konkurencije i nepovoljnim efektima inflacije na troškove finansijskih usluga, stimulišu finansijske institucije da uvođe u poslovanje kompjutersku i telekomunikacionu opremu.

Elektronsko bankarstvo je najznačajniji deo procesa finansijskih inovacija koji se pre svega odnosi na tehnologiju platnog prometa i automatizaciju bankarskih aktivnosti.

Potreba za razvojem elektronskog bankarstva u svetu je rezultanta različitih faktora ekonomske, finansijske i institucionalne prirode, specifičnih za svaku zemlju ponaosob.

Na primeru visokorazvijenih zemalja koje su najdalje otišle u primeni savremene informacione kompjuterske tehnologije u monetarnom sistemu: koje primenjuju elektronski transfer sredstava sa perspektivom razvoja integralnog bankarskog sistema elektronskog transfera sredstava (tzv. sistem elektronskog novca), mogu se najbolje sagledati karakteristike i intenzitet ovog istorijskog procesa.

Na razvoj elektronskog bankarstva u ovim zemljama presudno su uticale sledeće tri grupe faktora:

1. Dostignuti visoki stepen razvoja kompjuterske tehnologije, posebno specifične za potrebe finansijskih institucija i koncentracija visokostručnih specijalizovanih kadrova;

2. Složena i specifična finansijska struktura, sa velikim brojem finansijskih institucija, raznovrsnim finansijskim oblicima i mnogobrojnim finansijskim tokovima;

3. Finansijska deregulacija na finansijskom sektoru, koja proizvodi oštru kompetentnost između banaka i ostalih finansijskih institucija na finasijskom tržištu i dovodi do potrebe sniženja troškova poslovnih banaka pri obavljaju svih aktivnosti.

Glavni izvor prihoda i formiranja profita banaka, marža između aktivnih i pasivnih kamata (aktivnih i pasivnlih bankarskih poslova), ozbiljno je doveden u pitanje zbog porasta troškova prikupljanja depozita. Pošto hartije od vrednosti, emitovane od države i korporacija, donose veće prihode banke su morale, da bi svoje izvore (depozite) učinile atraktivnim, da povećaju pasivne kamatne stope. Pored toga, u strukturi finansijske pasive banaka smanjuju se depoziti i rast hartija od vrednosti, koje nose visoke prinose. Ovo je dovelo da, i pored visokih nominalnih i realnih kamatnih stopa, žive kreditne aktivnosti banaka i tražnje za kreditima, prihodi po ovom osnovu pokazuju opadajući trend. Banke su zbog ovakvih kretanja morale da smanje svoju zavisnost od kamatne marže i da povećaju prihod od usluga platnog prometa i ostalih kompleksnih usluga (kombinovani neutralni poslovi). Osnovno ograničenje "novoj" strategiji su troškovi ovih usluga, koji pokazuju kontinuelni uspon. Poslovne banke koje bi povećale provizije da bi pokrile ukupne troškove pružanja ovih usluga, izgubile bi još više svojih komitenata. Jedina solucija koja bankama garantuje opstanak, povećanje obima finansijskih transfera i smanjivanje troškova, je razvoj pojedinih vidova elektronskog bankarstva.

8.2. Elektronski prenos sredstava

Razvoj i primena elektronskog prenosa sredstava (EFS) proizvodi suštinske implikacije na finansijske instrumente, tržišne procese i institucionalne strukture. Danas informacije mogu da se prenesu na velike udaljenosti, komunikaciona mreža je u stanju da reaguje na poruke ekonomskih transakcija brzo "Pritiskom na dugme" disponiraju se sredstva u zemlji i inostranstvu bez izvorno napisanih naloga i tradicionalnih finansijskih dokumenata. Rast informacione mreže i drugih kompjuterskih uređaja omogućavaju poslovnim bankama da diversifikuju svoje finansijske "proizvođe", i usluge. Nova tehnologija je skupa jer su torškovi finansiranja u nove sisteme veliki, ali zbog niskih troškova eksploatacije, štednje živog rada i energije, efikasnijeg poslovanja i te kako prihvatljiva za moderne poslovne banke i druge finansijske institucije.

Ističu se sledeće prednosti elektronskog prenosa sredstava:

- Eliminisanje papira,
- Snižavanje transakcionih troškova,
- Porast kvaliteta i brzine transakcionih i informacionih troškova.

Finansijske institucije su radno intenzivne, jer poslovni platnog prometa u strukturi ukupnih finansijskih usluga koje pružaju zaposleni, zauzimaju značajno mesto. Tako, na primer, kasnih 70–ih godina, 60% od zaposlenih u bankama (SAD) bilo je zauzeto u poslovima platnog prometa.

EFT, povećavajući brzinu platno–prometnih operacija i ostalih bankarskih usluga, omogućava dostizanje visoke efikasnosti bankarskog sistema, pri datom nivou troškova, što utiče na povećanje efikasnosti nacionalne ekonomije.

Prosečni troškovi bankarske obrade doznaka, akreditiva, čekova u SAD su u porastu što utiče na ukupne troškove platnog prometa poslovnog bankarstva. Značajno je napomenuti da kretanje troškova drugih institucija plaćanja ne odstupaju od ovih troškova.

Najveći deo troškova EFT su inicijalni, fiksni, troškovi (kompjuterska mreža, softver, komunikaciona mreža i dr). Operativni troškovi sistema EFT (amortizacija kompjuterske opreme, troškovi održavanja u upotrebi, troškovi elektronskog prenosa itd.) su, takođe u najvećoj meri (osim manjeg dela varijabilnih) nezavisni od obima transakcija, zbog čega se mogu smatrati direktnim (fiksnim) troškovima. Prema tome, osnovna karakteristika troškova EFT je da su transakcioni troškovi obrnuto srazmerni obimu izvršenih transakcija. EFT je prihvatljiv samo pri kontinuelnom porastu volumena transakcija jer svaki obim transakcija ne osigurava rentabilnost ovom sistemu. Ukoliko raste obim transakcija, koji je obuhvaćen EFT sistemom, doći će do pada ukupnih jediničnih troškova ispod prosečnih troškova čekovnog sistema. Prema tome prosečni troškovi, a posebno marginalni, EFT sistema teže da budu što niži, zbog kontinuelnog povećavanja obima platnoprometnih transakcija.

EFT sistem je usvojen od nekih finansijskih institucija u SAD ranih 70–ih godina. Dekadu kasnije, sistem se razvijao po visokim stopama. Ovaj sistem je postigao uspeh još u eksperimentalnom stanju, što je omogućilo da EFT usluge budu prihvaćene u embrionalnoj fazi. Pošto su tehnološka i pravna pitanja EFT sistema rešena, najveći sadašnji problem je približavanje željama publike i obezbeđivanje profitabilnosti za finansijske institucije, a što može da se reši boljim promovisanjem ciljeva i načina rada ovog sistema.

GLAVA ČETRNAESTA

PLATNI PROMET

1. ZAKON O PLATNOM PROMETU[686]

Ovim zakonom uređuju se poslovi platnog prometa, kao i prava i obaveze banke i klijenta. Poslovi platnog prometa, u smislu ovog zakona, obavljaju se u dinarima. Pojedini pojmovi u smislu ovog zakona imaju sledeća značenja:

1. klijent označava fizičko ili pravno lice koje ima račun kod banke, uključujući i banku i druge subjekte koji, u skladu sa zakonom, imaju račune kod Narodne banke Srbije;
2. pravno lice označava preduzeća, javne institucije i druge oblike organizovanja, čije je osnivanje registrovao nadležni organ ili je osnovano zakonom;
3. fizičko lice označava lice koje obavlja delatnost radi sticanja dobiti i drugo fizičko lice;
4. dinar označava novčanu jedinicu Republike Srbije;
5. novčanim sredstvima označavaju se gotov novac i depoziti koji se drže na računima kod banaka;
6. račun označava tekući, žiro i drugi račun, uključujući i račun za izvršenje jedne transakcije plaćanja, otvoren na osnovu ugovora između klijenta i banke;
7. obračunski račun označava račun banke, kao i račune drugih subjekata koji se vođe u Narodnoj banci Srbije, preko koga se vrše plaćanja i obračunavaju međubankarska, odnosno međusobna plaćanja;
8. pokrićem na računu označava se dovoljan iznos raspoloživih sredstava i sastoji se od salda prethodnog bankarskog dana, sredstava dospelih na račun u toku bankarskog dana i uplata u toku tog dana, umanjen za plaćanja izvršena u toku tog bankarskog dana, za isplate i predviđene bankarske tarife, do momenta utvrđivanja pokrića, ali ne označava sredstva evidentirana kao privremeni kredit na računu;
9. banka označava:
   - pravno lice koje je osnovano kao banka i koje poslove obavlja prema zakonu kojim se uređuju banke i druge finansijske organizacije,
   - Narodnu banku Srbije.
10. inicijalna banka označava banku koja prima prvi nalog za plaćanje kojim se inicira transakcija plaćanja;
11. prijemna banka označava svaku banku koja primi nalog za plaćanje pošiljaoca;

[686] „Službeni list SRJ", br. 3/2002 i 5/2003 i „Službeni glasnik RS", br. 43 od 20. aprila 2004. godine i br. 62 od 19. jula 2006. godine.

12. odredišna banka označava banku identifikovanu u nalogu za plaćanje, u kojoj se izvršava plaćanje korisniku–poveriocu u transferu odobrenja, odnosno banku u kojoj je račun dužnika u transferu zaduženja i koja u transakciji plaćanja prima poslednji nalog za plaćanje. U transferu odobrenja odredišna banka je banka poverioca, a u transferu zaduženja – banka dužnika;

13. banka posrednik označava prijemnu banku koja nije ni inicijalna, ni odredišna banka

14. bankarski dan označava deo dana u kome je banka otvorena za prijem, obradu i prenos naloga za plaćanje i drugih obaveštenja koja se odnose na transakcije plaćanja;

15. datum valute označava bankarski dan na koji je potrebno izvršiti nalog za plaćanje, prema instrukcijama pošiljaoca;

16. dužnik označava fizičko ili pravno lice koje vrši plaćanje u transakciji plaćanja;

17. poverilac označava fizičko ili pravno lice koje prima uplatu u transakciji plaćanja;

18. pošiljalac označava fizičko ili pravno lice koje nalog za plaćanje daje prijemnoj banci;

19. nalogodavac označava pošiljaoca prvog naloga za plaćanje kojim se inicira transakcija plaćanja. U transferu odobrenja nalogodavac je dužnik, a u transferu zaduženja – poverilac;

20. primalac označava pravno ili fizičko lice čija banka treba da primi poslednji nalog za plaćanje u transakciji plaćanja. U transferu odobrenja primalac je poverilac, a u transferu zaduženja – dužnik;

21. nalog za plaćanje označava bezuslovnu instrukciju datu banci da izvrši plaćanje ili naplati određeni iznos novca s naznačenog računa;

22. elektronskim se označava način prenosa naloga za plaćanje i drugih podataka u transakciji plaćanja – telekomunikacijski ili fizičkom isporukom traka, disketa i sličnih nosilaca podataka;

23. izvršenje označava sprovođenje instrukcija sadržanih u nalogu za plaćanje – izdavanjem prijemnoj banci odgovarajućeg naloga za plaćanje;

24. transakcija plaćanja označava prenos poveriocu novčanih sredstava s računa dužnika, ili na račun poverioca. U transakciji plaćanja dužnik i poverilac mogu biti različita fizička ili pravna lica, ili isto fizičko ili pravno lice;

25. kliring označava razmenu i obradu međubankarskih naloga za plaćanje – radi obračuna bilateralnih ili multilateralnih neto iznosa koje svaka banka duguje, ili koje se svakoj banci duguju za poravnanje naloga za plaćanje uključenih u svaki klirinški krug;

26. obračun označava izvršavanje naloga za plaćanje međubankarskih plaćanja;

27. ugovor označava sporazum zaključen između banke i klijenta, kojim se regulišu otvaranje i vođenje računa, kao i prava i obaveze ugovornih strana.

2. RAČUNI ZA OBAVLJANJE PLATNOG PROMETA

Pravna lica i fizička lica koja obavljaju delatnost dužni su da za plaćanje u dinarima otvore tekući račun u banci, da vođe sredstva na tom računu i vrše plaćanja preko tog računa, u skladu sa ovim zakonom i ugovorom o otvaranju i vođenju tog računa zaključenim s bankom. Fizička lica koja ne obavljaju delatnost mogu imati kod banke račune za plaćanje u dinarima. Pravna i fizička lica mogu imati više od jednog računa u jednoj banci i račune u više banaka. Narodna banka Srbije propisuje uslove i način otvaranja, vođenja i gašenja računa kod banke, plan računa za obavljanje platnog prometa kod banke, kao i jedinstvenu strukturu za identifikaciju i klasifikaciju računa kod banke, u skladu sa ovim zakonom i zakonom kojim se uređuje naplata javnih prihoda. Narodna banka Srbije propisuje uslove i način plaćanja u gotovom novcu u dinarima za pravna lica i za fizička lica koja obavljaju delatnost.

3. TRANSAKCIJE PLAĆANJA

3.1. Transferi odobrenja i zaduženja

Transakcija plaćanja može biti transfer odobrenja ili transfer zaduženja. Transakciju plaćanja inicira nalogodavac – podnošenjem banci naloga da izvrši tu transakciju. Transfer odobrenja je transakcija plaćanja koju inicira dužnik, koji nalog za plaćanje izdaje svojoj banci i daje joj instrukciju za transfer sredstava s njegovog računa poveriocu, ili na račun poverioca. Transfer zaduženja je transakcija plaćanja koju inicira poverilac, na osnovu dospelih hartija od vrednosti, menica ili ovlašćenja koje dužnik daje svojoj banci i svom poveriocu. U transferu zaduženja poverilac banci dužnika daje instrukciju da naplati sredstva s računa dužnika.

3.2. Interni i međubankarski transferi

U transakciji plaćanja, računi dužnika i poverioca mogu biti u istoj banci ili u dve različite banke. Interni transfer je prenos sredstava između dužnika i poverioca kada su njihovi računi u istoj banci. Međubankarski transfer je prenos sredstava između dužnika i poverioca kada su njihovi računi u različitim bankama. Transakcija plaćanja se vrši tako što banka dužnika zadužuje račun dužnika, a banka poverioca ili odobrava sredstva na račun poverioca ili mu ta sredstva na drugi način stavlja na raspolaganje (gotovina i dr.), u skladu sa instrukcijama nalogodavca. Za svaki međubankarski nalog za plaćanje u međubankarskom transferu, banka pošiljalac vrši obračun s bankom primaocem.

3.3. Učesnici u transakciji plaćanja

Učesnici u internom transferu su nalogodavac, banka u ulozi inicijalne i odredišne banke, i primalac. Učesnici u međubankarskom transferu su nalogodavac, inicijalna banka, odredišna banka i primalac, a mogu biti uključene i jedna ili više posredničkih banaka. U transferu odobrenja nalogodavac je dužnik, inicijalna banka je banka dužnika, odredišna banka je banka poverioca, a primalac je poverilac.U transferu zaduženja nalogodavac je poverilac, inicijalna, odnosno odredišna banka je banka dužnika, a primalac je dužnik. U međubankarskom transferu, banka može, osim za klijenta, plaćanja vršiti u svoje ime i za svoj račun. Kada inicijalna banka obračun ne vrši direktno sa odredišnom bankom, transakcija plaćanja se obavlja preko bar jedne posredničke banke. Kada Narodna banka Srbije transakcije plaćanja obavlja s računa koji se vodi kod Narodne banke Srbije ili na taj račun, odredbe ovog zakona koje se odnose na banke odnose se i na Narodnu banku Srbije.

3.4. Ovlašćenje primaoca-dužnika u transferu zaduženja

Primalac–dužnik u transferu zaduženja ne može opozvati svoje ovlašćenje dato nalogodavcu–poveriocu.Banka dužnika odbiće nalog za plaćanje pošiljaoca samo u slučaju smrti dužnika ili gubitka njegove poslovne sposobnosti, u slučaju stečaja ili likvidacije pravnog lica – dužnika, odnosno u slučaju ograničenja ovlašćenja fizičkog ili pravnog lica, u skladu sa zakonom.

4. NALOZI ZA PLAĆANJE

Nalog za plaćanje može da pošalje ili primi banka ili organizacioni deo banke sa sedištem u Republici Srbiji.Nalog za plaćanje može biti u pisanoj formi, elektronski ili usmen. Usmeni nalog za plaćanje banka i klijent moraju prethodno predviđeti ugovorom o otvaranju i vođenju računa.
Nalog za plaćanje mora da sadrži podatke o izdavaocu i primaocu naloga i njihovim bankama, podatke o iznosu, kao i druge propisane podatke.

Transakciju plaćanja inicira nalogodavac – izdavanjem inicijalnoj banci naloga za plaćanje.

U internom transferu izdaje se samo jedan nalog za plaćanje. U međubankarskom transferu izdaju se najmanje dva naloga za plaćanje. U tom transferu, prijemna banka koja nije odredišna banka i koja izvršava nalog za plaćanje pošiljaoca, izdaje odgovarajući nalog za plaćanje drugoj prijemnoj banci, a poslednji nalog za plaćanje šalje odredišnoj banci. U međubankarskom transferu, svakim nalogom za plaćanje daju se instrukcije prijemnoj banci da transakciju plaćanja izvrši u skladu sa instrukcijama u nalogu za plaćanje izdavaoca.U transferu odo-

brenja, prijemna banka je dužna da izvrši nalog za plaćanje koji je izdao pošiljalac ako on ima pokriće na računu, osim ako nije drukčije ugovoreno.U transferu zaduženja, banka dužnika obavezna je da izvrši nalog za plaćanje koji je izdao poverilac samo ako joj se podnese dospela hartija od vrednosti, menica ili ovlašćenje koje je dužnik dao poveriocu i kojim ga je ovlastio da primi sredstva.Banka poverioca prenosi sredstva na račun poverioca posle izvršenja transfera zaduženja. Banka može preneti sredstva na račun poverioca i pre izvršenja transfera zaduženja – ako odobri kredit poveriocu. Odobreni kredit je privremen i njegova sredstva mogu biti stornirana ako transfer zaduženja ne bude izvršen.Inicijalna banka u transferu odobrenja i određišna banka u transferu zaduženja, koje u toku bankarskog dana prime više od jednog naloga za plaćanje ili druge pravne instrukcije za povlačenje sredstava s nekog računa – naloge za plaćanje izvršavaju prema datumu dospeća, redosledu prijema i propisanom redosledu.

4.1. Međunarodni obračun

Na obračunskim računima banaka kod Narodne banke Srbije, kao i na računima drugih subjekata koje, u skladu sa zakonom, vodi Narodna banka Srbije, obračun naloga za plaćanja vrši se u skladu s propisom o obračunu i kliringu i o funkcionisanju obračunskih računa, koji donosi Narodna banka Srbije.

5. AGENT, ODNOSNO PROCESOR – TREĆA STRANA

Banka može angažovati agenta, odnosno procesora – treću stranu (u daljem tekstu: agent) za obavljanje određenih poslova platnog prometa. Banka je odgovorna za odnose sa agentom. Banka je odgovorna za sve postupke agenta i za svaki njegov propust.

6. IZVRŠAVANJE TRANSFERA ODOBRENJA I IZVRŠAVANJE OBAVEZA

Transfer odobrenja se smatra izvršenim kada se izvrši plaćanje određišnoj banci. U internom transferu odobrenja plaćanje je izvršeno kada banka zaduži račun nalogodavca iznosom iz naloga za plaćanje. U međubankarskom transferu odobrenja plaćanje je izvršeno odredišnoj banci kada se izvrši međubankarski obračun, koji uključuje i nalog za plaćanje banke pošiljaoca. Posle izvršenja transfera odobrenja, odredišna banka je odgovorna primaocu za iznos iz naloga za plaćanje koji je primila i dužna je da odmah odobri taj iznos. Plaćanje primaocu se vrši odobravanjem njegovog računa, najkasnije narednog bankarskog dana posle dana izvršenja transfera odobrenja.

7. IZVRŠAVANJE TRANSFERA ZADUŽENJA I IZVRŠAVANJE OBAVEZA

Transfer zaduženja je izvršen kada odredišna banka zaduži račun primaoca–dužnika, u skladu sa instrukcijama u nalogu za plaćanja koji je primila. Posle izvršenja transfera zaduženja, odredišna banka i svaka prijemna banka koja prima plaćanje od svoje prijemne banke – svog pošiljaoca, odgovorna je svom pošiljaocu za iznos iz naloga za plaćanje, a svako takvo plaćanje mora se izvršiti najkasnije narednog bankarskog dana posle dana nastanka obaveze.

Posle prijema sredstava na svoj račun, inicijalna banka se zadužuje prema nalogodavcu za iznos iz naloga za plaćanje tog nalogodavca, a privremeni kredit, ako ga je banka odobrila nalogodavcu, postaje konačan. Inicijalna banka nije dužna da nalogodavcu prenese sredstva dok se konačno ne odobri njen račun. Prenos sredstava pre završetka transfera zaduženja smatra se privremenim, ako nije drukčije dogovoreno.

8. ODGOVORNOST, NAKNADA ŠTETE I POVRAĆAJ SREDSTAVA

Lice koje se identifikuje kao pošiljalac ili lice koje postupa po njegovom ovlašćenju odgovorno je za nalog za plaćanje ili za otkazivanje ako je prijemna banka verifikovala taj nalog koristeći postupak komercijalno razumnog obezbeđenja. Ako je prijemna banka nalog za plaćanje verifikovala lice koje je identifikovano kao pošiljalac nije odgovorno ako dokaže da nije izdalo nalog za plaćanje, odnosno otkazivanje, da nalog nije izdat po njegovom ovlašćenju i da pri tom nije povredilo postupak zaštite.

Pošiljalac je obavezan da u transferu odobrenja prijemnoj banci naknadi štetu koju ona može imati u pravilnom izvršenju instrukcija pošiljaoca sadržanih u nalogu za plaćanje – u visini iznosa iz naloga za plaćanje, troškova izvršenja tog naloga, kamate i drugih stvarnih troškova. U transferu zaduženja svaki pošiljalac garantuje prijemnoj banci da je to njegov nalog za plaćanje, da je izdat na osnovu dospelih hartija od vrednosti, menica ili ovlašćenja dužnika i da je svako ovlašćenje verodostojno i autentično.

9. RAČUNI KOD BANKE

Klijenti koji imaju račune kod banaka u smislu ovog zakona platni promet obavljaju prenosom sredstava, uplatom i isplatom. Klijent može podići sredstva s računa ili izvršiti plaćanje na osnovu naloga, i to u visini pokrića na računu.

Isplate u dinarima s računa pravnih lica i fizičkih lica koja obavljaju delatnost i plaćanja tih lica gotovim novcem u dinarima vrše se u skladu s propisima koje donosi Narodna banka Srbije.

Pravna lica i fizička lica koja obavljaju delatnost dužna su da dinare primljene u gotovom po bilo kom osnovu, uplate kod banke istog dana, a najkasnije narednog radnog dana. Klijent ne može raspolagati sredstvima s računa čije je izvršenje izuzeto zakonom, sudskom odlukom ili odlukom drugog nadležnog organa. Banka je obavezna da klijentu dostavi izveštaj o svim promenama na računu od poslednjeg izveštaja, s konačnim saldom, u roku koji je predviđen ugovorom o otvaranju i vođenju računa, ali ne dužem od roka koji utvrđi Narodna banka Srbije.

9.1. Naplata naknade za usluge platnog prometa

Za obavljanje poslova platnog prometa u smislu ovog zakona, banka može naplaćivati od klijenta naknadu – proviziju za usluge, u skladu sa poslovnom politikom banke i ugovorom zaključenim sa klijentom.

9.2. Poslovi platnog prometa koje obavljaju banke

Narodna banka Srbije obavlja sledeće poslove platnog prometa:

1. vodi žiro, obračunske i druge račune banaka, kao i račune drugih subjekata u skladu sa zakonom kojim je propisano da se ti računi vode kod Narodne banke Srbije;
2. vrši međubankarski kliring i obračun;
3. upravlja tokovima gotovine, obezbeđuje smeštaj, čuvanje i distribuciju gotovog novca, prima uplate, izvršava isplate i obavlja blagajničko–trezorske poslove;
4. prati likvidnost banaka, daje naloge i preduzima mere radi održavanja dnevne likvidnosti banaka;
5. vrši međubankarski obračun čekova po tekućim računima građana i obračun platnih kartica;
6. uspostavlja, održava i administrira informatičku infrastrukturu za obavljanje platnog prometa Republike Srbije;
7. stara se o razvoju i unapređenju platnog prometa;
8. unapređuje i organizuje platne klirinške i obračunske sisteme i učestvuje u tim sistemima;
9. pruža uslute bankama kod prijema i slanja naloga za plaćanje za njihove klijente, kao i naloga za kliring i obračun međubankarskih plaćanja, uključujući i plaćanja čekom, platnom kartkom i drugim instrumentima plaćanja;
10. na osnovu podataka iz evidencija o izvršenim plaćanjima koje joj dostavljaju banke i podataka iz evidencija koje ona vodi – objedinjuje podatke o prometu i stanju računa u platnom prometu prema jedinstvenom planu računa, a obrađuje i druge podatke u skladu sa zakonom;

11. donosi propise kojima uređuje način obavljanja poslova platnog prometa, uključujući i elektronski način obavljanja tog prometa, proveru autentičnosti podnosioca i elektronskog naloga za plaćanje,

12. odgovornost za ispravnost elektronskog naloga, tačnost prenosa i ostale elemente zaštite, i donosi propise kojima uređuje način obavljanja poslova iz ovog člana;

13. obavlja poslove kontrole platnog prometa kod banaka na osnovu Zakona o Narodnoj banci Srbije, zakona kojim se uređuje poslovanje banaka;

14. obavlja i druge poslove platnog prometa u skladu sa ovim i drugim zakonom.

Banke obavljaju sledeće poslove platnog prometa:

1. vode račune pravnih lica i fizičkih lica koja obavljaju delatnost, izvršavaju interne i međubankarske transakcije plaćanja s tih računa i na te račune;

2. vode račune fizičkih lica koja ne obavljaju delatnost, izvršavaju interne i međubankarske transakcije plaćanja s tih računa i na te račune;

3. učestvuju, za račune koje vode, u međubankarskom kliringu i obračunu izvršenih plaćanja;

4. utvrđuju za svakog klijenta dnevni promet i o tome ih posebno obaveštavaju;

5. primaju od fizičkih lica uplate u korist računa koji se vode u drugoj banci;

6. primaju uplate u korist računa fizičkih lica koji se vode u toj banci;

7. obavljaju gotovinska plaćanja;

8. obavljaju blagajničko–trezorske poslove i obezbeđuju smeštaj i čuvanje gotovog novca;

9. primaju i naplaćaju čekove;

10. organizuju izdavanje platnih kartica i plaćanje platnim karticama i drugim instrumentima plaćanja;

11. obavljaju i druge poslove platnog prometa u skladu sa ovim i drugim zakonom.

9.3. Oblici plaćanja

Pravna lica i fizička lica koja obavljaju delatnost mogu međusobne novčane obaveze izmirivati neposredno, prenosom hartija od vrednosti. Pravna lica i fizička lica koja obavljaju delatnost mogu međusobne novčane obaveze izmirivati i ugovaranjem promene poverilaca, odnosno dužnika u određenom obligacionom odnosu (asignacija, cesija i dr.), prebijanjem (kompenzacija) i na drugi način, u skladu sa zakonom.

Izuzetno pravna lica i fizička lica koja obavljaju delatnost ne mogu izmirivati obaveze po osnovu asignacije i cesije ako kao asignanti (uputioci potraživanja), odnosno cedenti (ustupioci potraživanja) imaju neizmirene obaveze eviden-

tirane kod banke u momentu plaćanja, osim za plaćanja po osnovu isplata zarada i naknada troškova (za dolazak na rad i odlazak s rada i za vreme provedeno na službenom putu u zemlji i inostranstvu), kao i po osnovu drugih primanja (otpremnina pri odlasku u penziju, solidarna pomoć i pomoć u slučaju smrti zaposlenog ili člana njegove uže porodice) i novčanih naknada iz socijalnog programa za zaposlene kojima prestaje radni odnos u procesu restrukturiranja preduzeća i pripreme za privatizaciju, stečaja i likvidacije.

10. PRINUDNA NAPLATA S RAČUNA KLIJENTA

Prinudna naplata s računa klijenta vrši se sa svih računa klijenta kod banaka na kojima on ima sredstva, i vrši se na osnovu:

1. izvršnih rešenja poreskih, carinskih i drugih nadležnih organa – prema vremenu prijema;
2. izvršnih sudskih rešenja, drugih izvršnih naslova, zakonskih ovlašćenja – prema vremenu prijema;
3. naloga poverilaca na osnovu dospelih hartija od vrednosti, menica ili ovlašćenja koje je dužnik dao svojoj banci i svom poveriocu – prema vremenu prijema.
4. Prinudna naplata se vrši prema redosledu iz stava 1. ovog člana.

11. ODLUKA O ELEKTRONSKOM NAČINU OBAVLJANJA PLATNOG PROMETA[687]

1. Ovom odlukom propisuje se elektronski način obavljanja platnog prometa (u daljem tekstu: elektronski platni promet), zaštita elektronskog platnog prometa, kao i odgovornost za ispravnost elektronskih poruka u elektronskom platnom prometu.
2. Elektronski platni promet, u smislu ove odluke, obavlja se razmenom elektronskih poruka kroz informacione sisteme učesnika u transakciji plaćanja.
3. Elektronskom porukom iz tačke 2. ove odluke smatra se informacija koja je elektronski generisana, poslata, proverena, primljena i sačuvana elektronski (elektronski nalog za plaćanje ili drugi finansijski dokument).
4. Elektronski prenos novčanih sredstava između klijenata u platnom prometu smatra se elektronskom platnom transakcijom.
5. Strukturu poruka između banaka i Narodne banke Srbije u elektronskom platnom prometu utvrđuje Narodna banka Srbije.
6. Učesnici u elektronskom platnom prometu su banke, klijenti tih banaka i agenti u platnom prometu.

[687] „Službeni glasnik RS", broj 57 od 25. maja 2004. godine.

7. Elektronski nalog za plaćanje mora da sadrži elemente utvrđene odlukom kojom se uređuju oblik, sadržina i način korišćenja jedinstvenih instrumenata platnog prometa i uputstvom kojim se uređuju format i namena poruka za razmenu podataka u obavljanju poslova platnog prometa, koje utvrđuje Narodna banka Srbije.

8. U elektronskom platnom prometu između Narodne banke Srbije i banaka koje učestvuju u međubankarskom obračunu, Narodna banka Srbije obezbeđuje elektronsku razmenu podataka i njihovu zaštitu. Narodna banka Srbije usluge elektronskog platnog prometa vrši preko informatičke infrastrukture za obavljanje platnog prometa Republike Srbije.

9. Elektronska platna transakcija smatra se okončanom kad krajnji subjekt primi elektronsku poruku. Ako je propisano ili unapred dogovoreno i potvrđivanje prijema elektronske poruke, elektronska poruka se smatra primljenom kada pošiljalac primi potvrdu o njenom prijemu.

10. Validnom elektronskom porukom, u smislu ove odluke, smatra se svaka elektronska poruka propisanog formata koja je overena elektronskim potpisom i primljena u skladu s tom odlukom, za koju se utvrđi da sadrži podatke koji nisu menjani od trenutka slanja te poruke – ako je njen pošiljalac registrovani učesnik u elektronskom platnom prometu, odnosno ovlašćeno lice tog učesnika.

11. Učesnik u elektronskom platnom prometu obaveze preuzima na osnovu validne elektronske poruke, odnosno na osnovu njene izmene ili opoziva - ako je izmenu ili opoziv te poruke dalo ovlašćeno lice tog učesnika.

12. Učesnici u elektronskom platnom prometu dužni su da elektronsku poruku čuvaju najmanje pet godina posle isteka godine u kojoj je izvršena elektronska platna transakcija, kao i podatke i sredstva za verifikaciju autentičnosti te poruke.

GLAVA PETNAESTA

DEVIZNI MENADŽMENT POSLOVNIH BANAKA

1. DEVIZNO POSLOVANJE I BANKE

1.1. Devizni poslovi banaka

Devizni poslovi jesu poslovi u zemlji sa inostranstvom, koji mogu da utiču na stanje u bilansu plaćanja zemlje i na intervalutnu vrednost domaće valute dotične zemlje. Devizni poslovi, kao takvi, egzistiraju u užem i širem smislu. "Ako je reč o poslovanju između banaka kod obavljanja platnog prometa sa inostranstvom, a to znači odobravanje iznosa deviza na račun kupca kod nekog inostranog korespondenta, tada se radi o deviznim poslovima u užem smislu. Trgovanjem inostranim sredstvima za plaćanje kao što su devize, menica, čekovi i valuta (u obliku novčanica i sitnog kovanog novca), smatra se deviznim poslovanjem u širem smislu. Veći deo deviznih poslova po pravilu spada u neutralne bankarske poslove, jer se kod tih poslova banka javlja u ulozi posrednika. Jedan deo deviznih poslova spada u aktivne ili pasivne bankarske poslove, kada banke prikupalju slobodna devizna sredstva i kada na bazi deviznih depozita daju kredite svojim komitentima. Banke u kapitalizmu mogu da obavljaju devizne poslove koji spadaju u grupu sopstvenih bankarskih poslova. Na kraju, banke mogu obavljati poslove koji spadaju u grupu kontrolnih poslova, poslove devizne kontrole."[688]

U teoriji i praksi, devizni poslovi se obično dele na (1) promptne devizne poslove, (2) terminske devizne poslove, (3) svop devizne poslove i (4) arbitražne devizne poslove. Promptni devizni poslovi (spot ili kasa poslovi) jesu poslovi koji se realizuju odmah. "Radi se o poslovima kupovanja i prodaje deviza u okvirima kojih obe ugovorne strane moraju da stave jedna drugoj na raspolaganje iznose koji su bili predmet zaključenog posla, najkasnije idućeg radnog dana po zaključivanju posla. Ukoliko pri zaključivanju deviznog posla nije ugovoren nikakav termin u pogledu dvostranog stavljanja na raspolaganje, odnosno odstupanja novčanih iznosa, koji su bili predmet zaključenog posla, tada se smatra da je reč o kasa poslovima".[689] Terminski, pak, poslovi reprezentuju poslove kod kojih se devize stavljaju kup na raspolaganje po zaključenju ugovora. Ovi poslovi se u praksi zaključuju sa rokom do godine dana, a najčešće od 1, 3 do 6 meseci. Prvobitni cilj ovih poslova bio je da se "kupac osigura od eventualne kasnije devalvacije domaće valute, ali isto tako koristi se i za špekulacije kod kojih besisti termin-

[688] Dr Jovanovski, op. cit., st. 375.
[689] Ibidem, st. 376.

ski prodaju devize, koje još uvek nemaju, u očekivanju da će u roku moći da jeftinije kupuju devize u nadi da će one u roku biti skupije nego što su ihplatili. Ovi devizni poslovi nazivaju se hodging poslovi, kod kojih se kupac terminskim kupovanjem "ograđuje" od eventualnih gubitaka pri dobijanju (uvozu) kredita, dok se izvoznik osigurava prodajom deviza o roku, kada će ih dobiti. Devizni kurs, kod tenninskih poslova formira se na drugačiji način nego kod kasa – deviznih poslova i zavisi ne samo od ponude i potražnje nego i od dužine termina, u prvom redu od stabilnosti valuta kojima se trguje. Ukoliko je terminski devizni kurs viši od kasa–kursa razlika se naziva raport (dodatak), a ako je niži naziva se deport (odbitak)."[690]

Svop (swap) devizne poslove sklapaju isključivo banke kao poslove kod kojih se kasa devizni poslovi spajaju sa terminskim poslovima (jer se promptnim devizamakupuju terminske devize). To pak znači da se kod tzv. swap posla vrši međusobna zamena dve vrsta deviza u određenom periodu. Svop poslovi se u stvari zaključuju radi izbegavanja rizika usled promena kursa kod promptnih kupoprodaja deviza.

Konačno, arbitražni devizni poslovi se efektivno nominuju kao "poslovi kod trgovanja devizama u kojima se zaključivanje poslova kupoprodaje deviza ostvaruju bez preuzimanja rizika i pod najpovoljnijim uslovima. To znači da preuzimanje rizika nije spojivo sa pojmom arbitraže. Arbitražni devizni poslovi, poslovi kod kojih se, po pravilu, menjaju dve inostrane valute sa ciljem da se iskoriti razlika između kurseva ili kupovanje i prodaja iste valute radi korišćenja različitog kotiranja raznih tržišta. Ova vrsta deviznog posla ima makroekonomsku posledicu ili korist, jer pridnosi da se izravnavaju kursevi na svetskim tržištima. Kod arbitražnih deviznih poslova treba imati u vidu to što je ta vrsta deviznog poslovanja vezana za prilično velike telefonske, odnosno teleprinterske troškove, za porez na promet na berzama, za eventualno gubljenje kamate itd. U građovima u kojima postoje velike berze, obično postoje i specijalizovana preduzeća, koja se bave arbitražom, često samo određenom vrstom arbitraže. Najčešće se arbitražni poslovi vrše preko partnera koji se nalaze u građu gde postoji druga velika berza i dobitak se deli".[691]

Pored navedenih deviznih poslova mogu se spomenuti i sledeći devizni poslovi:[692] a) kupovina i prodaja stranih sredstava plaćanja (valuta), b) robna i nerobna devizna plaćanja, c) robni krediti (akceptni, romburski, vinkulacioni), d) inkaso poslovi, c) kompenzacioni poslovi i f) kupovina i prodaja plemenitih metala.

[690] Ibidem, st. 376.
[691] Ibidem, st. 377.
[692] Dr T. Jovanovski, op. cit. st. 378.

1.2. Banke u deviznom poslovanju kod nas

Sve banke nisu ovlašćene za rad sa devizama i valutama, već je to pravo, prema našim deviznim propisima, u deviznom sistemu rezervisano za banke koje ispunjavaju posebne uslove predviđene zakonom o deviznom poslovanju i kreditnim odnosima sa inostranstvom. To su takozvane ovlašćene banke koje devizna sredstva na deviznim računima mogu da upotrebe za plaćanje u inostranstvu i za prodaju na deviznom tržištu. U deviznom sistemu Narodna banka, kao i ovlašćene banke, imaju poseban status.[693]

Narodna banka je jedinstvena organizacija monetarnog sistema. Njeno mesto i uloga su od posebnog značaja u razvoju i stabilnosti privrede. Narodna banka, za razliku od ostalih banaka koje pripadaju preduzećima, isključivo pripada državi. U okviru svog poslovnog značaja i pripadnosti, Narodna banka ima i posebne zadatke u ekonomskim odnosima sa inostranstvom.

1. Narodna banka, sprovodi mere jedinstvene devizne politike u deviznom sistemu i obavlja sledeće poslove:[694]

a) Sprovodi utvrđenu politku kursa dinara i vrši određene intervencije na deviznom tržištu, saglasno utvrđenoj politici kursa dinara;
b) Organizuje međubankarski sastanak deviznog tržišta na osnovu odluke koju donosi vlada, kupuje i prodaje devize na međubankarskom sastanku (radi održavanja opšte likvidnosti u međunarodnim plaćanjima, kao i radi održavanja kursa dinara);
c) Propisuje način vršenja platnog prometa sa inostranstvom i daje uputstva za vršenje platnog prometa;
d) Vrši platni promet sa inostranstvom za potrebe Federacije i njenih organa i organizacija;
e) Daje odobrenja privredi u pogledu držanja deviza u inostranstvu, kao i u pogledu načina raspolaganja devizama;
f) Propisuje uslove za utvrđivanje kreditne sposobnosti privrednih organizacija i ostalih organizacija koje zasnivaju kreditni odnos sa inostranstvom i vodi evidenciju kreditnog zaključivanja;
g) Vrši deviznu kontrolu primenjivanja propisa i mera saveznih organa i organizacija od ovlašćenih banaka.

Prema tome, Narodna banka u deviznom sistemu obavija zadatke organizacionog i kontrolnog značaja.

Prema tome, na osnovu upustava koje daje Narodna banka, samostalno vrši poslove u ekonomskim odnosima sa inostranstvom.

U deviznom sistemu posebno mesto i ulogu imaju poslovne banke koje imaju ovlašćenje od Narodne banke da mogu obavijati devizno poslovanje. Platni promet sa inostranstvom vrši se preko banaka ovlašćenih za poslove sa inostran-

[693] Ibidem, st. 191.
[694] Ibidem, st. 193.

stvom. Kod ovih banaka se vođe devizni računi preduzeća preko kojih se vrše sva plaćanja i naplaćivanja u poslovanju sa inostranstvom. Domaće poslovne banke mogu osnivati banke i ostale finansijske organizacije u inostranstvu u skladu sa Zakonom o deviznom poslovanju i kreditnim odnosima sa inostranstvom radi podsticanja i kreditiranja izvoza robe i usluga iznaše zemlje i drugih poslova. Ove banke mogu biti sopstvene i mešovite, u zavisnosti od toga da li su sredstva udružena sa stranim suosnivačem ili su isključivo sopstvena sredstva.

Poslovne banke, ovlašćene za poslovne sa inostranstvom, mogu osnivati u inostranstvu poslovne jedinice i to: stalna predstavništva i delegatska mesta, privremena predsedništva, eskpoziture i informativne centre, a cilj je trajnije obavljanje raznih bankarskih poslova. Narodna banka odgovorna je za održavanje eksterne likvidnosti zemlje, za održavanje programiranih proporcija bilansa plaćanja, za izvršavanje plana zaduživanja u inostranstvu, za sprovođenje politike deviznih rezervi, za organizovanje platnog prometa sa inostranstvom i za održavanje deviznog kursa Narodne banke u domenu deviznog poslovanja i kreditnih odnosa sa inostranstvom realizuju sledeće poslove:[695]

- realizovanje politike kursa dinara
- poslove u vezi sa deviznim rezervama,
- poslove u vezi sa platnim prometom sa inostranstvom i održavanje likvidnosti u plaćanjima sa inostranstvom;
- vršenje kreditnih poslova sa inostranstvom,
- poslove u vezi sa deviznom kontrolom,
- poslove u vezi sa prometom zlata i
- ostale poslove u vezi sa deviznim poslovanjem i kreditnim odnosima sa inostranstvom.

Narodna banka sprovodi utvrđenu politiku kursa dinara „S obzirom na to da se kursevi inostranih valuta u odnosu na dinar formiraju na deviznom tržištu u saglasnosti sa utvrđenom politikom kursa dinara, politika realnog kursa dinara je sastavni deo ekonomske politike zemlje i posebno devizne politike. Isto tako, politika kursa dinara obuhvata i posebne uslove i način obračunavanja u spoljnotrgovinskoj razmeni sa zemljama sa kojima je zaključen ugovor o klirinškom načinu plaćanja."[696] Devizne rezerve komponuju:

- Potraživanja na računima u inostranstvu NB, ovlašćenih banaka i drugih domaćih lica,
- Hartije od vrednosti koje glase na strane jedinice kojima raspolaže NB ovlašćene banke i preduzeća,
- Monetarno zlato,
- Efektivni strani novac.

Devizne rezerve „se sastoje od stalnih deviznih rezervi i tekućih deviznih rezervi. Najmanji iznos stalnih deviznih rezervi i tekuće devizne rezerve za svaku

[695] Dr T. Jovanovski, op. cit. st. 379
[696] Ibidem, st. 379.

godinu, kao i kriterijume za njihovo korišćenje utvrđuje Skupština stalnim deviznim rezervama rukuje Narodna banka. Narodna banka podnosi Skupštini izveštaj o sprovođenju politike deviznih rezervi. Narodna banka kupuje devize za devizne rezerve na međubankarskom sastanku jedinstvenog deviznog tržišta. Narodna banka može se zaduživati u inostranstvu radi održavanja likvidnosti i u plaćanjima sa inostranstvom, na način predviđen saveznim zakonom. Isto tako, ona može kupovati i prodavati devize u inostranstvu radi obezbeđivanja odgovarajuće valutne strukture deviznih rezervi kojima rukuje. Narodna banka interveniše na međubankarskom sastanku jedinstvenog tržišta devizama tekućih deviznih rezervi kojima rukuju radi premošćavanja vremenske neusklađenosti deviznog priliva i odliva i izvršavanja proporcija bilansa plaćanja, s tim da da obezbeđuje nivo tih rezervi u skladu s projekcijom bilansa plaćanja."[697] Radi održavanja opšte likvidnosti plaćanja prema inostranstvu NB sprovodi utvrđenu deviznu politiku i realizaciju platnog prometa. "Narodna banka može da propiše: a) da se unapred prijavljuju plaćanja inostranstvu; b) obavezu ovlašćenih banaka da drže određeni iznos u devizama ili drugim deviznim likvidnim plasmanima, kao minimalnu rezervu za održavanje likvidnosti u plaćanjima sa inostranstvom i druge mere. Narodna banka može da prodaje i kupuje dinare u inostranstvu ostvaruje, u saglasnosti sa utvrđenom deviznom politikom uticaj u zasnivanju kreditnih poslova sa inostranstvom, obezbeđuje uvid u te poslove, u saglasnosti sa saveznim zakonom, i brine o sprovođenju platnih i finansijskih ugovora sa inostranstvom".[698]

U obezbeđivanju sprovođenja politike kreditnih odnosa sa inostranstvom i politike izvršavanja obaveza po inostranim kreditima NB igra značajnu ulogu, pored istaknute funkcije kontrole obima zaduživanja u inostranstvu. NB može se "zadužiti u inostranstvu u svoje ime i za svoj račun, sa rokom vraćanja do godinu dana radi održavanja likvidnosti u plaćanjima sa inostranstvom u skladu sa projekcijom bilansa plaćanja. Narodna banka može zaključiti kredit sa rokom vraćanja dužim od godinu dana (osim kredita Međunarodnog monetarnog fonda) samo na osnovu posebnog zakona. Ovaj princip se odnosi na garancije supergarancije i druge oblike jemstva koje daje Narodna banka".[699] U sistemu ekonomskih odnosa sa inostranstvom, odnosno u deviznom sistemu i sistemu kreditnih odnosa sa inostranstvom, mogu da obavljaju poslovne banke, koje ispunjavaju određene uslove za vršenje tih poslova, koje su dobile ovlašćenje. Prema odredbama najnovijeg zakona o deviznom poslovanju i zakona o kreditnim odnosima sa inostranstvom, poslove platnog prometa sa inostranstvom, kreditne poslove vrše banke koje ispunjavaju propisane uslove za vršenje tih poslova. "Narodna banka daje bankama ovlašćenje za vršenje poslova platnog prometa i kreditnih odnosa sa inostranstvom, i za obavljanje devizno–valutnih poslova u zemlji. Posle dobijanja ovlašćenja za vršenje poslova sa inostranstvom ovlašćene banke se zapisuju u

[697] Ibidem, st. 380.
[698] Ibidem, st. 380–381.
[699] Dr T. Jovanovski, op. cit., st. 381.

poseban registar koji vodi Narodna banka. Banka se može baviti poslovima platnog prometa sa inostranstvom i kreditnim poslovima sa inostranstvom ako ispunjava uslove za obavljanje tih poslova i ako je sporazumom o osnivanju banke utvrđen postupak i ako su predviđena sredstva za izvršavanje obaveza i snošenja rizika u poslovanju sa inostranstvom. Ako se utvrđi da banka ne ispunjava jedan ili više propisanih uslova ili joj se obim jednog ili više uslova znatno smanjio pa ne može uspešno obavljati poslove po datom ovlašćenju, Narodna banka može oduzeti ovlašćenoj banci dato ovlašćenje."[700] Poslovi koje vrše ovlaščene poslove banke u oblasti spoljno trgovinske razmene, deviznog poslovanja i kreditnih odnosa sa inostranstvom su:[701]

1. Devizno–valutni i menjački poslovi,
2. Kreditni odnosi sa inostranstvom,
3. Platni promet sa inostranstvom,
4. Poslovi na jedinstvenom jugoslovenskom deviznom tržištu,
5. Poslovi u utvrđivanju i sprovođenju projekcije bilansa plaćanja,
6. Poslovi u rukovanju deviznim rezervama i
7. Ostali poslovi.

U devizno–valutne i menjačke poslove spadaju poslovi koje vrši ovlašćena banka, i to:[702]

a) Kupovanje i prodaja deviza na inostranim deviznim tržištima, radi njihovog zamenjivanja,

b) Kupovanje i prodaja deviza na međubankarskom sastanku po kursevima po kojima će se dogovoriti,

c) Kupovanje od domaćih i inostranih lica i prodaja tim licima deviza promptno po kupovnim i prodajnim kursevima formiranim na međubankarskom sastanku,

d) Međusobno kupovanje i prodaja promptno deviza po kursevima za koje će se dogovoriti,

e) Kupovanje od domaćih društveno–pravnih lica i prodaja tim licima deviza promptno, u svoje ime i za račun tih lica, a kada ih kupuju od domaćih građanskih, pravnih i fizičkih lica, odnosno prodaju ih tim licima, to čine u svoje ime i za svoj račun,

f) Kupovina i prodaja deviza na termin između ovlašćenih banaka i organizacija udruženog rada po kursevima za koje će se dogovoriti ugovorene strane,

g) Otvaranje, građanima i građanskim pravnim licima, deviznih računa i deviznih štednih knjižica, obezbeđujući pri tome tajnost podataka,

h) raspolaganje devizama koje imaju po osnovu potraživanja od inostranih banaka,

i) vrše konverziju deviza na deviznom računu na zahtev domaćih i inostranih i domaćih lica (menjački poslovi koje mogu da vrše pored ovlašćene ban-

[700] Ibidem, st. 382–383.
[701] Isto, st. 383.
[702] Ibidem, st. 383–384.

ke i privredne organizacije i druga društveno–pravna lica i to na bazi ugovora sa ovlašćenom bankom).

U okviru kreditnih odnosa sa inostranstvom banke vrše sledeće poslove:[703]

1. uzimaju i daju takozvane robne kredite, uzimaju kredite u inostranstvu za uvoz robe i usluga i daju kredite inostranstvu za iznos robe i usluga,
2. uzimaju i daju finansijske kredite,
3. uzimaju inostrane kratkoročne kredite za poslove sa inostranstvom kreditnih linija (bankarske kreditne linije),
4. pribavljaju sredstva izdavanjem obveznica na inostranom finansijskom tržištu,
5. pribavljaju sredstva inostranom finansijskom tržišru, refinansiranjem potraživanja po odobrenim kreditima u inostranstvu,
6. primaju i daju depozite, i daju i uzimaju garancije, supergarancije i druge oblike jemstva u odnosima sa inostranstvom.

Kreditne poslove sa inostranstvom vrše banke ovlašćene za ove poslove. "Banke, ovlašćene za poslove sa inostranstvom, vrše kreditne poslove u svoje ime i za račun preduzeća i druga društveno–pravna lica. One mogu da zaključuju ugovore i da koriste, odnosno da daju kredite u inostranstvu samo u okvirima utvrđenim sporazumom za preduzeća i druga društveno–pravna lica. Bankarske kreditne linije u inostranstvu mogu. da zaključuju u svoje ime i za svoj račun banke ovlašćene za poslove sa inostrasntvom. Banke ovlašćene za poslove sa inostranstvom, mogu uzimati i davati robne, finansijske i druge kredite u inostranstvu, bankarske kreditne linije i depozite, pribavljati sredstva izdavanjem obveznica na stranom finansijskom tržištu, uzimati kredite na osnovu zaloga (lombard) potraživanja po kreditima odobrenim inostranstvu, kao i davati i uzimati garancije, supergarancije i druge oblike jamstva".[704]

Platni promet sa inostranstvom obuhvata poslove otvaranja i likvidiranja nostro i loro dokumentarnih akreditiva, plaćanje inkasiranih dokumenata, prihvatanje menica i čekova, dostavljanje dokumenata jugoslovenskim izvoznicima, plaćanje inostranim liferantima itd. Poslove platnog prometa sa inostranstvom obavljaju ovlašćene banke, koje se staraju o urednom naplaćivanju potraživanja svojih komitenata i o ostvarivanju planova priliva i odliva deviza.

[703] Ibidem, st. 383–384.
[704] Ibidem, st. 383–384.

2. FUNKCIONISANJE MEĐUNARODNOG PLATNOG PROMETA

2.1. Korespondentski odnosi banaka

Institucije bez kojih se ne bi mogao zamisliti brz, efikasan i racionalan međunarodni platni promet jesu banke, domaće i strane, koje su dobro organizovane i finansijski stabilne. U našoj zemlji kao što je poznato, poslovima međunarodnih plaćanja, bave se banke „sa velikim ovlašćenjem", „Od besprekornosti funkcionisanje međunarodnih plaćanja, u kojima su pomenute banke javljaju kao posrednici, zavisi ekonomičnost korišćenja raspoloživih deviznih sredstava, a takođe i platni bilans zemlje".[705]

MPP danas, organizovan je preko međunarodnog bankarstva, a međunarodno bankarstvo podrazumeva sistem međunarodnih, korespondentskih odnosa. Zbog ovako velikog značaja banaka i njihove međunarodne saradnje često se kaže da su međubankarski korespondentski odnosi kičma platnog prometa uopšte, a posebno MPP. Često se ne pravi razlika između multinacionalnih banaka i međunarodnog bankarstva. Multinacionalne banke su rezultat udruživanja kapitala vođećih svetskih banaka. One raspolažu ogromnim sredstvima, mrežom filijala raširenoj po celom svetu i najsavremenijom tehnologijom. Sve ove činjenice omogućuju im da dominantno konkurišu svim vrstama bankarskih poslova nacionalnih banaka na teritorijama na kojima posluju, da poslujući izvlače profite i ekstra profite a u mnogim slučajevima i nepovoljno deluju na platnobilansna kretanja jedne ili više zemalja. U stvari multinacionalno bankarstvo i korespondentski odnosi su dva oblika organizovanja međunarodnog bankarstva, s tim što se primat daje ovom drugom.[706]

U MPP korespondentski odnosi se uspostavljaju između banaka različitih zemalja. Putem korespondentskih odnosa između banaka dolazi do njihovog bližeg poslovnog povezivanja, boljeg upoznavanja i stvaranja uslova za međusobno poslovno poverenje, koje je važan faktor u međunarodnom bankarskom poslovanju. Kako će jedna banka uspostaviti korespondentske odnose, sa kojim inostranim bankama i u kojim zemljama, su pitanja koja zavise u prvom redu od poslovnih potreba dotične banke, od veličine i razgranatosti bančinog učešća u MPP. Normalno je da banka ima bar jednu korespondentsku banku u svakoj zemlji sa kojom redovno obavlja poslove MPP za potrebe svojim komitenata. Ako banka nema takvu korespondentsku vezu, morala bi da poslove platnog prometa obavlja posredstvom svoje korespondentske banke u nekoj trećoj zemlji koja ima korespondentsku banku u odnosnoj zemlji u koju treba izvršiti plaćanje ili naplatu, što će svakako usporiti i poskupeti izvršenje posla. Za svaku banku, koja stupa

[705] Ing. Krešimir Vrsaljko – Domaći i međunarodni platni promet, Zagreb, 1976, str. 375.
[706] Dr Miljko Trifunović – MPP, Bankarstvo i monetarni sistem, Beograd, 1988, str. 5.

u ovakve odnose, je vrlo bitan pravilan izbor banke korespondenta. Bitno je da se radi o bonitetnoj banci kod koje će domaća banka otvoriti svoje tekuće račune, što znači da joj poverava svoja sredstva na čuvanje i rukovanje. "Zato je potrebno, pre stupanja u razgovore o zaključenju korespondentskih odnosa, prethodno prikupiti pouzdane informacije o dotičnoj banci kao što su:

- godina osnivanja
- ko su osnivači
- sadašnji glavni vlasnici banke
- koliko iznose sopstvena sredstva (kapital, rezervni fondovi)
- koliko su tuđa sredstva (depoziti, štedni ulozi...)
- kako i gde su sredstva plasirana (krediti i ostala aktiva)
- rezultati poslovanja (račun dobitka i gubitka)
- vrste bankarskih poslova sa kojima se banka bavi
- kakva joj je mreža poslovnih jedinica (filijala) u zemlji i inostranstvu
- ko su joj korespondenti u drugim zemljama, itd".[707]

Ove podatke korespondentskih odnosa između dve banke dolazi obično na predlog jedne od njih u pismenoj formi. Korespondentski odnos je uspostavljen kada ponuđena banka pozitivno odgovori na predlog banke predlagača.

"Postoje dva načina na koji banke mogu da izvršavaju svoja međusobna plaćanja:

Prvo, najčešće i uobičajeno rešenje sastoji se u tome da jedna od tih dveju banaka ovlasti onu drugu banku da ona u svojim knjigama otvori tekući (kontokorentni) račun na ime prve banke, i da sva buduća međusobna plaćanja (uplate i isplate) izvrši u korist odnosno na teret tog računa. U ovom slučaju nastaje kontokorentni korespondentski odnos između tih banaka, koje se tada nazivaju direktnim korespondentima.

Drugo moguće rešenje za međusobna plaćanja, ako nije dogovoreno otvaranje tekućeg računa, sastoji se u tome da banke svoja međusobna plaćanja izvršavaju putem svojih tekućih računa kod trećih banaka, dajući tim bankama nalog ili ovlašćenje za izvršavanje potrebnih plaćanja u korist druge korespondentske banke. Banke sa kojima su dogovoreni takvi odnosi nazivaju se nekontokorentnim ili indirektnim korespondentima."[708]

Činjenica da banka sa nekontokorentnim korespondnetima ne može direktno regulisati međusobna plaćanja, utiče na smanjenje efikasnosti saradnje tih banaka i na stepen poslovnog poverenja kod izvršenja naloga za plaćanje.

2.2. Tekući (kontokorentni) računi banaka

Tekući računi korespondentskih banaka preko kojih se neposredno obavljaju međunarodna plaćanja, vođe se najčešće u nekoj konvertibilnoj valuti ili va-

[707] Dr Života Ristić – Tržište novca, Beograd, 1990, str. 79.
[708] Ibidem, str. 81.

luti jedne od zemalja u kojoj odnosne banke imaju svoje sedište. Ukoliko zemlje nemaju konvertibilne valute, tj. ukoliko se plaćanja vrše u obračunskim (klirinškim) valutama, onda poslovne banke po pravilu ne mogu imati međusobne kontokorentne (tekuće) račune, ta se plaćanja izvršavaju putem posebnih zbirnih računa kod Centralnih banaka dotičnih zemalja.

Sredstva jedne banke na tekućem računu kod druge banke u inostranstvu predstavljaju njeno devizno potraživanje, sa kojim ona može u svakom trenutku slobodno raspolagati za svoja plaćanja, putem svojih naloga koje izdaje banci kod koje ima sredstva na računu.

Banka može kod iste korespondentske banke imati svoje tekuće račune u raznim valutama, ukoliko je to u njenom interesu, i ako to propisi odnosnih zemalja dozvoljavaju. Isto tako, banka može pored svog tekućeg računa imati kod svog korespondenta i neke druge račune za posebne poslovne namene kao što su: depozitni račun, račun za sredstva pokrića za otvorene akreditive itd. Iznos sredstava u pogledu gornje granice koji banka može držati na svojim tekućim računima kod svog korespondenta određuje zavisno od obima i učestalosti poslova platnog prometa, vođeći pri tom računa o održavanju stalne likvidnosti.

Tekući račun koji jedna banka otvara kod svoje korespondentske banke predstavlja za nju "nostro–račun" (od italijanske reči nostro–naš) i tako se obično i naziva. Za banku kod koje je račun otvoren to je "loro–račun" (od italijanske reči loro–njihov). S obzirom na to da na nostro računima banka mora da drži stalno izvestan deo svojih sredstava radi održavanja likvidnosti i da na ta sredstva obično ne dobija kamatu, razumljivo je da će svaka domaća banka da se zalaže za otvaranje tekućeg računa svog korespondenta kod nje. Za sve otvorene tekuće nostro–račune kod inostranih korespondenata, banke nalogodavci vođe analogne račune u svom knjigovodstvu, na kojima knjiže sva plaćanja i naplate putem tih računa. Na bazi primljenih izvoda tekućih računa kod korespondenata vrši se kontrola saglasnosti knjiženja svih obavljenih prometa (priliva i odliva sredstava) na tim računima, kao i međusobna provera salda na tim računima u dogovrenim periodima. Za banke i uopšte za održavanje zdravih odnosa u međunarodnim plaćanjima, vrlo je bitno sprovođenje stalne ažurnosti u knjiženjima i uopšte u poslovanju banaka.

2.3. Elektronski prenos sredstava i poruka u međunarodnom platnom prometu

Uprkos razvoju nove tehnologije pokazalo se da u međusobnim komuniciranjima nisu mogle da postignu zadovoljavajuće rezultate pa se sedamdesetih godina grupa vođećih svetskih banaka odlučila za kreiranje zajedničkog i jedinstvenog telekomunikacijskog sistema među bankama.

Kao rezultat dugogodišnjeg i detaljnog iskazivanja nastao je S.W.I.F.T. – SOCIETY FOR WORLDWIDE INTERBANK FINANCIAL TELECOMUNI-

CATION i Udruženje za međunarodni finansijski telekomunikacioni prenos između banaka i finansijskih institucija. Kreiran je u Belgiji 1973. godine, od strane 250 vodećih evropskih i severnoameričkih banaka, a počeo je sa radom 09. maja 1977. godine. Danas preko 4500 banaka i finansijskih institucija, u više od 80 zemalja, razmenjuje putem S.W.I.F.T.–a preko 1500000 poruka dnevno.

Standardizacijom poruka i formi, omogućeno je automatsko upravljanje podacima i eliminisanje problema između pošiljaoca i primaoca vezano za jezik, interpunkciju i vremensku razliku u slanju poruke.

Detaljan opis i program svih transakcija i njena identifikacija osiguravaju potpunu kontrolu i odlazeći i dolazeći poruka a smanjuju rizik u pogledu nastalih grešaka ili gubitak istih. Poruke se od banke prenose odmah i automatski izvodi autentinkacija i identinkacija istih (bez prethodne obrade u služi šifara i spesimena, telexa itd.). Posebnim dogovorom u šiframa utvrđeno je i vreme prenošenja poruka saglasno razlici u vremenu koja postoji u svetu.

Jedna od velikih prednosti poruka prenetih putem S.W.I.F.T.–a je i njihova cena (sa stanovišta banke i korisnika njenih usluga), koja je znatno manja u odnosu na klasičan način vršenja plaćanja i ista je za svaku poruku bez obzira u koji se deo sveta upućuje. Ono što je još bitnije od slanja prve poruke putem S.W.I.F.T.–a, dakle 1977. godine, njena ocena je porasla minimalno dok su cene telex–a i poštanskih usluga u istom periodu znatno povećane. U dosadašnjem radu S.W.LI.T. je uradio sledeće tipove poruka, po kategorijama i tipovima:

1. CUSTOMER TRANSFER – Transferi između komitenata i banaka
2. BANK TRANSFER – Transferi između banaka
3. FOREIGN EXCHANGE – Berzanske transakcije sa podgrupom kredita i depozita
4. COLLECTIONE – Čiste naplate (doznake)
5. SECURITIES – Hartije od vrednosti – Rezervisano za buduća korišćenja
6. DOKUM. CREDITS – Akreditivi – Rezervisano za buduća korišćenja
7. SPEICAL. MESSAGES – Razmena posebnih poruka među banaka (razne potvrde, provere, salda, izvodi, zahtevi...)

Unutar postojećih kategorija do sada je u praksi utvrđeno oko 70 tipova poruka. Svaka poruka se sastoji iz tri osnovna dela:

- ZAGLAVLJA PORUKE (pošiljalac, primalac, datum, tip poruke, vrsta...)
- TEKSTA PORUKE (referenca, valuta, iznos, korisnik, nalogodavac i banka kontokorent, poruke o načinu plaćanja...)
- AUTENTIFIKACIJE PORUKE (na bazi prethodno razmenjenih ključeva, šifara i kodova)

Mreža S. W.I.F.T.–a pokriva sve kontinente i sastoji se od četiri operativna centra u Holandiji i dva u SAD, regionalnih procesoar (terminala) u svakoj zemlji koja je uključena u S.W.I.F.T. i terminala u svakoj banci – članci (koja se,

u domaćoj varijanti, povezuje preko centrale banaka, na regionalni procesor). Regionalni procesor za Srbiju smešten je u Beogradu a preko internacionalne mreže je povezan sa operativnim centrom u Holandiji. Centralni terminali za povezivanje i uključivanje Srbiije u S.W.I.F.T. smešteni su u Narodna banka , dok su poslovne banke povezane preko svoje matične banke. S.W.I.F.T. za potrebe svojih članica izdaje Imenik za identifikaciju banaka uključenih u mrežu. Ova publikacija – poznatija kao B.I.C. (Bank Identificer Code) izlazi četiri puta godišnje i sastoji se iz šest osnovnih delova:

1. Izmene nastale od prethodnog do novog izdavanja, gde se navode banke koje se brišu ili se priključuju u S.W.I.F.T.
2. Podaci o određenoj zemlji i njenim bankama članicama S.W.I.F.T.–a
3. Podaci dati po geografskom principu o svim članicama S.W.I.F.T.–a
4. Članice S.W.I.F.T.–a prikazane po azbučnom redu coda
5. Codovi svih svetskih valuta u nazivima.
6. Podaci o praznicima i vremenu kada koja banka ne radi.

Neophodnost korišćenja ove publikacije je očigledna pre svega sa aspekta kvalitetnog sadržaja poruka, tačnosti upotrebljenih šifara, ključeva, računa banaka itd.

3. MEĐUNARODNO FINANSIJSKO TRŽIŠTE, FINANSIJSKE INOVACIJE I BANKARSTVO

Na međunarodnim finansijskim tržištima, a posebno na tzv. evrotržištu, prisutne su brojne inovacije, koje su od poslovnog značaja za preduzeća i druge finansijske subjekte. Kad to konstatujemo, imamo u vidu potrebu poboljšanja izvora finansiranja, identifikovanja načina obezbeđenja od rizika finansiranja, ofanzivnog uticaja na prosečnu tržišnu cenu kapitala i maksimiziranja ukupne dobiti. U tom kontekstu, finansijsko tržište reprezentuje tržišni mehanizam koji osigurava "neposredni kontakt" ponude i tražnje finansijskih resursa, koji mogu biti dugoročnog i kratkoročnog karaktera. Takvo poimanje međunarodnog bankarskog tržišta kao skupa specijalizovanih i nacionalnih tržišta novca i kapitala sa imanentnim institucijama, institutima, mehanizmima i instrumentima, koji omogućavaju finansijsko posredovanje među finansijskim subjektima, transformaciju finansijske imovine određenih finansijskih subjekata, osiguranje finansijskih ulaganja od rizika, smanjenje troškova ulaganja i povećanja finansijskih zarada.

Internacionalizacija finansijskog tržišta "kreirala" je različite oblike evronota, kao svojevrsne inovacije na evrotržištu u smislu da reprezntuju oblik kratkoročnog zaduženja. Kao i svaka obveznica, evronota može biti kuponska i diskontna, mada se u finansijskoj praksi savremenog sveta nalaze brojne varijacije osnovnih oblika evronote. U suštini, evronote reflektuju kredite na osnovu krat-

koročnih obveznica (nota) sa kamatom koja varira sve do kraja perioda za koji daje kredit.

Evronote, koje se javljaju u drugoj polovini 70–ih godina, jesu zapravo obveznice na srednji tok kuponom. Evronote vuku kratkoročne kamatne stope, koje se obračunavaju na principu šestomesečne kamate na londonskom interbankarskom tržištu – tzv. LIBOR. Kamata uvećana za flksnu maržu plaća se na svakih šest meseci.

Revolving Acceptance Facilitv by Tenden (RAFT) reprezentuje inovirani oblik evronote koja se bazira na tzv. bankarskim akceptima. RAFT je, dakle, aranžman koji implikuje fundamentalne karakteristike RUF uz oslanjanje na akcept koji se revolvira i na koji se plaća upisnička provizija. No, ako je emitentu nepotreban revolving upis, onda mu je potreban NIF (Note Issuance Facilitv) kod koga se emitent obavezuje ugovorom da osigurava plasman note na tržištu bez obzira da li novac daje banka ili određeni investitor. Aranžer, u ovom kontekstu, deluje kao agent emitenta, ali bez obaveze utvrđivanja kamate, diskonta, dominacije nota i dr. Agent, dakle, samo drži zalihe nota i distribuira ih po ovlašćenju. Zato se, u krajnjoj instnaci, RUF (Revolving Underv/riting Facilities) svodi na upisani NIF sa garantnom obavezom od strane upisnika. Ove note se sada plasiraju investitorima. U celini posmatrano, reprezentativni evronotni kredit (RUF) poima se kao sporazum između kompanije koja emituje prenosive hartije od vrednosti (note) – ili certifikate ako su banke emitenti agenta koji plasira emitovane hartije od vrednosti i grupe finansijskih institucija koje otkupljuju note ukoliko se ne prodaju.

Pored nota, kao jedan od oblika (četiri) ili grupe hartija od vrednosti, kod kojih dolazi do inovacija i kombinacija, obveznice sa fiksnom kamatom (Fixed Coupon Bonds) reprezentuje klasičan oblik finansijske aktive na evrotržištu, pošto predstavljaju prenosive hartije od vrednosti koje osiguravaju njihovim imaocima stalan prihod u vidu fiksne kamate sve do same otplate. Ove obveznice jesu rasprostranjeni oblik emisije evroobveznica na tržištu, pored već naraslog obima obveznica sa promenljivom kamatom i konvertibilnih obveznica u ukupnoj emisiji.

U praksi se, isto tako, koriste i tzv. obveznice sa varantom, kao oblik evroobveznica. Ove obveznice se javljaju u formi konvertibilnosti i akcije, koje nude firme, i u formi konvertibilnosti u druge obveznice, koje nude država i paradržavni emitenti. Kod ovih obveznica svi su uslovi unapred fiksirani, naročito uslovi konverzije (kao pravo konverzije obveznice u akciju). No kada su u pitanju tzv. obveznice sa varantom, akcije se kupuju po osnovu prava koje se dobija od varanta. Na taj način zajmoprimac dolazi do likvidnih sredstava, dok zajmodavac dobija novi tip finansijske aktive u vidu akcije.

Za razliku od obveznica sa varantom, konvertibilne obveznice se emituju u fiksnu kamatu s pravom kupovine određenog iznosa emitentu zajma. Japanska i američka preduzeća kod ovog oblika kredita, javljaju se kao glavni emitenti. A pošto nose “dobre” poreske olakšice ove obveznice su atraktivne i za evropske in-

vestitore. Vrednost ovih hartija od vrednosti uglavnom zavisi od prinosa na dugoročne plasmane, od ekonomske pozicije emitenta na tržištu kapitala i od ispoljenih tendencija na berzama. U funkcionisanju ovog tipa obveznica pojavljuju se u praksi određeni problemi koji se naročito ispoljavaju onda kada npr. neka japanska firma emituje konvertibilne obveznice koje glase na neku drugu valutu–marka. Tu se nude dve opcije: ili mogućnost konverzije obveznica u akcije ili mogućnost konverzije marke ili dolare (ili neku drugu valutu). To je potrebno zbog toga što su konvertibilne valute atraktivne sa stanovišta niže kamatne stope, dužeg perioda dospeća, moguće anticipativne otplate i korišeenja prava konverzije u druge akcije po autonomonoj odluci dužnika.

Pored prezentovanih i opisanih oblika evroobrazaca, na tržištu egzistiraju i hartije od vrednosti sa opcijom zamene otplate– konverzija iz jedne valute u drugu. Konverzija je dozvoljiva iz razloga što je valutni kurs unapred fiksiran u procesu same emisije. Fiksirani valutni kurs važi za čitav period trajanja zajma. Ove obveznice sa fiksiranim kursom, kamatom i sa izborom naplate su izuzetno rizične za zajmodavca i izuzetno povoljne za kreditore.

No, da bi se redukovao rizik investitora lansirani su certifikati o depozitu, kao defanzivni plasmani finansijskih investitora. U stvari, ovi certifikati reprezentuju svojevrsnu vezu između tržišta novca i evroobveznice. Međusobno su inače supstitutivni na sekundarnom tržištu. Kamata im je fiksna. LIBOR je osnova za utvrđivanje kamatne stope. No, u praksi se javljaju i certifikati o depozitu sa varijabilnom kamatom. Tu su još i tzv. tap certifikati o depozitu i tzv. transche certifikati o depozitu, kao i tzv. multitranche tap certifikati o depozitu, kao oblik kratkoročnih hartija od vrednosti sa različitim rokom dospeća i promenljivom kamatom.

No, svetsko finansijsko tržište zahvatilo je, tokom poslednjih godina, inovativni proces u formi iznalaženje potpuno novih finansijskih oblika i finansijskih tehnika u procesu izvođenja finansijskih transakcija. Time je faktički nastupila nova faza inovacija i diversifikacija prenosivih hartija od vrednosti koje su razgrađile klasični oblik finansiranja putem depozita i kredita, obogatile strukturu izvora sredstava finansijskih subjekata i investitora, i unapredile bankarsko poslovanje u pogledu ročnosti ponuđenih hartija od vrednosti. Kada to konstatujemo imamo u vidu i pojavu novih oblika evroobveznica, kao što su: (a) Discount Bond, (b) Drop Lock Bonds, (c) Extendable Bonds, (d) Party Paid Bonds, (e) Step Down Bonds, (f) Wings, itd. U stvari, radi se o obveznicama kod kojih se utvrđuju niske cene pošto se kamata plaća po dospeću (a) o kombinaciji obveznica sa fiksnom i promenljivom kamatom sa mogućnošću utvrđivanja fiksne kamate stope ukoliko se nove kamate spuste ispod unapred utvrđenog nivoa, (b) o obveznicama čiji se rokovi dospeća mogu prolongirati ukoliko se novom obveznkom zameni stara obveznica, (c) o obveznicama s parcijalnim plaćanjima koje investitorima omogućavaju rast dostane vrednosti u uslovima smanjenja otplata zbog

niskih kamatnih stpa, (d) o obveznicama sa degresivnim kuponima, (e) i obveznicama koje su po svom ustrojstvu konvertibilne u državne obveznice (f) itd.

Prema tome, emisija i kupovina hartije od vrednosti kao vidovi izvora finansiranja i oblika plasmana jesu refleksija finansijskih inovacija na međunarodnim finansijskim tržištima od posebnog značaja za gotovo sve finansijske subjekte i investitore sa stanovišta redukcije troškova finansiranja, optimizacije strukture finansiranja, diversifikacije plasmana slobodnih novčanih sredstava, održavanja potrebnog nivoa likvidnosti i solventnosti itransaktora, povećanja stepena rentabiliteta sredstava i finansijskih zarada, i minimiziranja rizika.

Finansijske inovacije iniciraju promene na tržištu novca i tržištu kapitala, a naročito na evrovalutnim tržištima.[709] U okviru šireg talasa finansijskih inovacija pronađeni su kanali formiranja bankarskih resursa i mobilizacije slobodnih novčanih sredstava. Među tim finansijskim instrumentima najvažniji su: (1) depozitni certifikati, (2) NOW računi, (3) aranžamni o rekupovinama hartija, (4) svip aranžmani, (5) depozitni računi novčanog tržišta, (6) zajednički fondovi novčanog tržišta i (7) overdraft aranžmani.

Depozitni certifikati–certificates of deposists (CDs) jesu reprezentanta specifičnih vrednosnih papira. "Bitne odlike ovih hartija jesu utrživost odnosno transferibilnost, zadovoljavajući stepen likvidnosti, veća kamatna stopa u odnosu na klasične depozite, visoka novčana denomiranost. Emisija i primarno plasiranje ovih hartija pripada uglavnom krupnim bankama, a kupuju ih velika i snažna preduzeća. Veoma je bitna uloga krupnih tržišnih posrednika na planu promocije i transfera. Sekundarno finansijsko tržište i bankarski marketing igraju važnu katalizatorsku ulogu u pogledu upornog razvoja i jačanja ovog instrumenta mobilizacije bankarskih resursa. Krupnije poslovne banke povećavaju svoje potencijale u dobroj meri putem korišćenja ovog finansijskog instrumenta. Primerno emitovana CDs nose kamatu koja je određena stopom tražnje za bankarskim kreditima, stepenom likvidnosti banke, prosečnom kamatom na sekundarnom novčanom tržištu, očekivanjima u pogledu kretanja kamatne stope i u pogledu kursa monetarne politike. Uglavnom ovi faktori određuju i dospelost CDs. Zadovoljavajuće kamate i mogućnost prodaje pre ugovorenog roka dospeća doprinose aktivnosti CDs na novčanom tržištu i visokim mobilizatorskim odlukama u oblasti formiranja bankarskih izvora".[710]

NOW aranžmani – negotiable order of withdrawal, isto tako, reprezentuju, "specijalne račune kod banaka i štedionica, koji obezbeđuju kamatu i mogućnost automatskog povlačenja sredstava depozitara. Tehnički, račun pripada kategoriji štednih aranžmana sa normalnom kamatom, a i ustanovljena je mogućnost plaćanja preko računa. Institucionalizovanje ovih računa izvršeno je sa ciljem da se izbegne zakonska restrikcija plaćanja kamate na tekuće račune i transakciona

[709] OECD, Financial Market Trends, Paris, 1989, str. 66–69. i M. Johnsn: Eurobands – MNTfc, Comparate Finance, juni 1988, str. 31.
[710] Dr S. Jović: Bankarstvo, Naučna knjiga, Beograd, 1990.

sredstva. Uvedeni su računi koji pokrivaju tekuća plaćanja, obezbeđuju likvidnost i nose odgovorajuću kamatu. Oni obezbeđuju šire funkcije i kvalitet u odnosu na klasične tekuće ili štedne račune i usled toga su znatno atraktivniji za nebankarske transaktore. Banke su preko ovih računa stvorile novi kanal privlačenja slobodnih finansijskih resursa i formiranja finansijskog i kreditnog potencijala".[711]

Sporazumi (aranžmani) o rekupovini hartija – repurchase agreements, Repor, RP –poput predhodnih, aranžmani reprezentuju inovacioni instrument novčanog tržišta i prikupljanja slobodnih novčanih sredstava, pošto se radi o kratkoročnim državnim vrednosnim "papirima koje banke privremeno transferišu subjektima sa prolaznim viškovima likvidnih sredstava. Transakcije su prikrivene ugovorima u kojima se precizira jedinična vrednost hartija, cena transfera, dospelost, i kamata. Na ovaj način transaktori prelivaju slobodna finansijska sredstva u banke potencijale i ostvaruju odgovarajući kamatni prihod. Najduži rokovi dospelosti su 90 dana, ali se prema ovom aranžmanu sredstva mogu povratiti ulagačima u znatno kraćim rokovima. Ulagači biraju samostalno rokove reprodaje hartija bankama, koji se mogu kretati u rasponima od jednog od 90 dana, i od toga zavisi nivo kamatnog prihoda. Otuda se ovaj mehanizam smatra veoma pogodnim za ostvarivanje optimizacije kratkoročnih ulaganja sredstava od strane finansijskih investitora. Naime, preko ovog aranžmana obezbeđuje se puno korišćenje novčanih sredstava u periodu kada su za nebankarskog transaktora slobodna. Transaktori odnosno ulagači sredstava ne snose tržišni rizik. Pošto se ugovorima pokrivaju iznosi uloženih sredstava i odgovarajući kamatni prinosi. Kamatna stopa se određuje prema kretanju prosečnih kamata na kratkoročnom i dugoročnom finansijskom tržištu".[712]

Svip aranžmani – sweep accounts, takođe, predstavljaju novu mogućnost za utvrđivanje salda na računima komitenata, ali i novi finansijski instrument banaka za mobilizaciju slobodnih novčanih resursa. U osnovi radi se „o utvrđivanju individualnih margina likvidnih pozicija pojedinih transaktora na tekućim računima i intervencijama banke u slučaju probijanja gornje ili donje granice likvidnih sredstava. Prema specijalnim ugovorima između transaktora i banke treba da se održava nivo likvidnih sredstava u okviru instaliranih zona, pri čemu banke u slučaju viškova likvidnih sredstava automatski vrše konverziju viška u kamatonosne hartije. Obrnuto, u slučaju opadanja salda gotovine ispod donje granice banka će konvertovati hartije u likvidna novčana sredstva. U suštini, banka u slučaju viška likvidnih rezervi može prema ovom aranžmanu ulagati sredstva u kratkoročne hartije kakve su RP na osnovu čega postoji povezanost između ugovora o rekupovinama i svip računa. Pored moblizatorske uloge, ova banke obavljaju širu ulogu katalizataroskog pročišćavanja novčanih sredstava i aktiviranja potencijalno nekativnih novčanih sredstava".[713]

[711] Dr S. Jović, op. cit., str. 147.
[712] Ibidem, str. 147.
[713] Ibidem, str. 148.

Popust svip aranžmana, i depozitni računi novčanog tržišta – money market deposit accounts, reprezentuju inovacioni finansijski instrument mobilizacije slobodnih novčanih sredstava i "utvrđivanja kompetivne pozicije banaka u kapitalističkim razvijenim zemljama. Kod ovih računa odeđuje se minimalni nivo depozita koji treba da bude održavan, kao uslov da transkator dobije od banke odgovarajući tržišni prinos. Prinosi su određeni prema prosečnim tržišnim kamatama, a depoziti su osigurani od strane odgovarajuće državne ustanove. Kada nivo depozita padne ispod određenog minimalnog iznosa, banka obara kamatnu stopu ili nivo kamatnog prihoda. U uslovima održavanja depozita na i iznad minimuma banka može autonomno određivati nivo kamate, odnosno može nuditi stimulativnu kamatu za privlačenje dodatnih depozita. Utvrđeni su limiti transakcija preko ovih računa, koji ipak u dovoljnoj meri obezbeđuju pokrivanje likvidnosti. Najviše šest novčanih transfera mesečno je moguće obaviti preko ovih računa. Povlačenje gotovine sa računa je nelimitirano. U suštini računi predstavljaju aspekt finansijskog investiranja transaktora, kod čega su precizno određena pravila korišćenja sredstava".[714]

Money market mutual fund – mešoviti fondovi novčanog tržišta reprezentuju kvalitativno nove kratkoročne finansijske instrumente za prikupljanje disperzirane štednje koja se ulaže u kvalitetne bankarske certifikate i vrenodnse papire firmi sa visokim bonitetom kako bi dotična ulaganja postala likvidna i kamatonosna. Ovi mešoviti fondovi novčanog tržišta formiraju se na "principu rezervoara" ("pooling"): dnevni prilivi novčanih sredstava iz raznorodnih izvora sintetizuju se i ulažu u kupovinu odgovarajućih tržišnih instrumenata. Kupovina vrednosnih hartija obavlja se svakodnevno, kod čega postoji veoma razrađeni spektar papira po ročnosti i kamatnih prinosima. Kamatni prinos u vidu administrativnih troškova, transferiše se kontinuelno ulagačima sredstava.

Kratkoročnost i visok bonitet hartija daju mešovitim fondovima karakter sigurnosti ulaganja novčanih sredstava. Prinos na uložena sredstva se dnevno menja, sa promenama kamatnih stopa spektra vrednosnih papira. Bruto prinos uloženih hartija se dnevno umanjuje za iznos odgovarajućih operativnih, administrativnih i distribucionih troškova. Mešoviti fondovi obezbeđuju ulagačima i sledeće prednosti: dnevni dohodak, likvidnost, automatsko reinvestiranje, konvencionalnu praktičnost. Dividende se obračunavaju i pripisuju računu svakodnevno, dok se gotovinski realizuju na kraju meseca. Ne postoji minimalni period ulaganja sredstava niti postoji kaznena kamata za povlačenje sredstava pre roka dospelosti. Ulagači mogu svoja sredstva povlačiti telefonskim, poštanskim, čekovnim, telegrafskim ili kompjuterskim načinima, što pruža pogodnost veoma brzog pokrivanja likvidnih potreba. Banke mogu obezbeđivati dve opcije za ulagače: isplata kamatnog dohotka na ulaganja i otvaranja tržišnih računa su minimalni i na taj način stvoreni su uslovi fleksibilnog ulaganja sredstava svim subjektima. Ne

[714] Ibidem, str. 148.

zahteva se držanje minimalnog iznosa uloženih, sredstava nego preko kamatnog prinosa reguliše nivo depozitnog računa.[715]

Konačno, overdraft računi – overdraft checking account, automatic overdraft account – reflektuju u biti kreditne linije banke za štediše i transaktore. Banka automatski pokriva povlačenje sredstava čekovima za koja ne postoji dovoljan iznos sredstava na računima. Kreira se automatski kredit na bazi pristiglih čekova transaktora za iznos koji je iznad nivoa depozita komitenta kod banke. Pogodnost ovog instrumenta jeste automatizam instaliranja kreditnog aranžmana preko priliva čekova ili putem kreditnih kartica. Otpada komplikovani mehanizam zaključivanja kreditnih ugovora, ispitivanja kreditne sposobnosti i obračuna operativnih troškova. Uglavnom je reč o personalnim kreditima koji se realizuju na indirektan način, posredstvom odgovarajućih instrumenata platnog prometa. Iznosi kredita su obično ograničeni i ograničeno je vreme korišenja kreditnih resursa. Obračunava se normalna kamatna stopa samo za iznos previše povučenih sredstava. U uslovima znatnih fiuktuacija novčanih sredstava kod određenih preduzeća, overdraft računi su pogodan način racionalizacije i ekonomisanja metoda finansiranja poslovnih linija.

Novi prodor u oblasti razvoja kreditnih linija i mobilisanja sredstava kod banaka ide preko uvođenja tzv. dugovonih kartica (debit cards, "deposit access card") koje omogućavaju elektronsko transferisanje sredstava na tačkama prodaje roba i usluga. Jedna varijanta elektronskih kreditnih kartica jesu ATM kartice (automated toller machines) koje se koriste za kompjutersko povlačenje gotovog novca sa odgovarajućih računa. Smisao novih instrumenata je u trenutnom pokrivanju platnoprometnih odnosa, povezivanju kreditnih i novčanih resursa u vrstu sintetizovanog novca i otvaranju linija mobilizovanja sredstava kod banaka.

Dodatne izvore sredstava banke obezbeđuju na kreditnom i tržištu kapitala: krediti kod centralne banke, inostrani krediti, izdavanje i prodaja dugoročnih hartija od vrednosti. Bitne karakteristike metoda i instrumenata formiranja ovih izvora sredstava banaka su sledeće: Prvo, treba da je reč o zaista dopunskim izvorima. Drugo, banke su na ovom terenu pojavljuju u ulozi pasivnog primaoca uslova pribavijanja sredstava ("price–taker"), za razliku metoda privlačenja glavnih izvora gde se banke javljaju u mnogo aktivnijoj ulozi. Treće, ovi izvori postaju važni u periodima pogoršavanja uslova plaćanja raznih vrsta depozitnih sredstava. Ova sredstva tada postaju relativno pogodnija za brzo usklađivanje potencijala sa programiranim plasmanima sredstava. Ako se poveća prosečna kamata na tržištu, tada su depozitni izvori pogođeni većim prosečnim troškovima, dok su kreditni izvori opterećeni porastom marginalnih troškova. Naime, kamatni troškovi svojim povećanjem zahvataju sve depozitne izvore, dok u slučaju nedepozitnih izvora troškovno opterećenje pogađa samo nove prilive ovih resursa.

[715] Ibidem, str. 149.

4. DEO

MIKROFINANSIJSKI MENADŽMENT I PREDUZETNIČKE FINANSIJE

"Misliš li na godinu dana u naprijed, sij žito. Misliš "Kad ostali narodi imadnu koristi od naših velikih ljudi, čije su tvorevine i ideje izdržale svetsku konkurenciju, onda će se tek priznati da smo ravnopravni sa civilizovanim narodima".
Jovan Cvijić

Blagostanje jedne zemlje ne zavisi od obilnosti prihoda, ni od čvrstine njenih gradova, ni od lepote njenih građevina, nego u broju obrazovanih sinova - ljudi od dara, znanja i karaktera. Tu leži pravi interes i prava njena moć i snaga.
Luter

GLAVA PRVA

MENADŽMENT BANKARSKOG POSLOVANJA I UPRAVLJANJE POSLOVNIM FINANSIJAMA

1. BANKE U FINANSIRANJU REPRODUKCIJE I POSLOVNIM FINANSIJAMA

Razvijanje i jačanje decentralizovanog finansijskog mehanizma implikuje: 1) fikasne i racionalno organizovane bankarske organizacije i finansijske institucije, koje obavljaju poslove prikupljanja i mobilizacije slobodnih novčanih sredstava i usmeravanja sredstava prema potrebama preduzeća i prema prioritetnim sektorima privrede: 2) funkcionalnost finansijskih instrumenata, kako po vrstama (depoziti, krediti, obveznice, sertifikati i blagajnički zapisi) tako i po kvalitetu (ročna i sektorska struktura), koje efikasno utiču na ponudu finansijskih sredstava i na njihovu namensku i racionalnu alokaciju; 3) efikasne i diversifikovane finansijske tokove koji obuhvataju formiranje ponude novčanih sredstava, plasiranje finansijskih sredstava i uravnotežavanje ponude i tražnje finansijskih resursa i 4) adekvatne mere monetarno-kreditne i bankarske politike, kojima se utiče na snabdevanje procesa društvene reprodukcije potrebnom količinom novca i kredita. i ostvarivanje ciljeva ekonomske stabilizacije i privrednog razvoja.

U finansijskom mehanizmu banke su finansijske asocijacije privrede i sredstvo i oblik koncentracije akumulacije i sredstava. Poslujući na bankarskim principima banke su poprimile prvorazrednu ulogu u mehanizmu društvene reprodukcije na planu efikasnog prikupljanja novčanih sredstava i formiranja ponuda finansijskih sredstava. namenskog korišćenja sredstava i racionalne alokacije resursa, povećanja društvene akumulacije, dugoročnog osciliranja stabilnosti finansijskih tokova i optimalnog finansiranja privrednog razvoja. Uloga banaka u sferi finansiranja društvene reprodukcije izražava se kroz ostvarivanje funkcija bankarskog sistema:

1. Kreiranje potrebne količine novca i kredita.
2. Prikupljanje i koncentracija slobodnih novčanih sredstava i formiranje ponude finansijskih sredstava.
3. Usmeravanje prikupljenih finansijskih sredstava i njihova racionalna alokacija.
4. Udruživanje sredstava za potrebe obnavljanja i prošprivanja materijalne osnove rada (štednja),
5. Povezivanje domaćih finansijskih tokova sa međunarodinm finansijskim tokovima,

6. Usklađivanje finansijskih interesa preduzeća sa politikom formiranja kreditnog potencijala i kreditnih plasmana,

7. Ubrzavanje cirkulacije finansijskih sredstava društvene reprodukcije, i

8. Aktiviranje novčanih sredstava sektora stanoviištva i njihovo usmeravanje za potrebe privrede.

Funkciju kreiranja depozitnog (bankarskog) novca obavljaju banke monetizacijom određenih oblika nenovčane imovine, odnosno potraživanja firme bankarskim kreditima neposrednim komitentima, transformacijom ročne strukture depozita, selektivnim usmeravanjem novčanih sredstava i deviznim transakcijama s inostranstvom, prikupljanje i koncentracija slobodnih novčanih sredstava (tzv. mobilizatorska funkcija banke ili politika sredstava) i korišćenje sredstava i alokacija resursa (politika plasmana) reflektuju strategiju formiranja kreditnog potencijala banke (jačanje pozicija depozita iz društvenog sektora privrede, koncentracija štednih depozita sektora stanoviištva, pribavljanje dopunskih sredstava od Narodne banke, međubankarsko prelivanje sredstava i orijentacija na inostrana sredstva), strategiju kreditnog finansiranja (kratkoročni, investicioni i potrošački krediti) i harmonizovanje ponude i tražnje finansijskih sredstava.

"Udruživanje" sredstava je kao faktor mobilizacije i cirkulacije društvene akumulacije supstitut državnih akumulacionih fondova, fiskalne koncentracije akumulacije i tržišta kapitala, i komplementarni faktor samofinansiranja reprodukcije. Različitim oblicima udruživanja sredstava (neposredno udruživanje akumulacije u vidu bilateralnih aranžmana o zajedničkim ulaganjima, neposredno kreditiranje, namensko udruživanje sredstava preko banaka i namensko udruživanje sredstava preko hartija od vrednosti) ukrupnjava se akumulacija i povećava njena pokretljivost. Udruživanje sredstava u bankama odnosi se na aktivnost banaka na poslovima prikupljanja slobodnih novčanih sredstava, uzimanje i davanje kredita, davanje garancija i avala, izdavanje i promet hartija od vrednosti, devizne poslove i sl.

Ustavni koncept finansiranja društvene reprodukcije prvenstveno se zasniva na konceptu samofinansiranja i na konceptu "udruživanja" sredstava. Banke. u funkciji "udruživanja" sredstava, usmeravaju korišćenje prikupljenih sredstava obezbeđenjem dopunskih novčanih sredstava za održavanje tekuće likvidnosti procesa reprodukcije, finansiranjem potreba preduzeća, kreditiranjem ekonomskih subjekata. kupovinom hartija od vrednosti, davanjem avala i garancija. U tom kontekstu, kreditni plasmani dobijaju značajnu ulogu u sferi finansiranja reprodukcije.

Uloga banaka u povezivanju domaćih i inostranih finansijskih tokova ogleda se u kreditiranju spoljnotrgovinskog prometa, u pribavljanju kreditnih sredstava iz inostranstva i u obavljanju deviznih i valutnih poslova. Planiranjem u bankama reguliše se način i obim udruživanja sredstava, pravci usmeravanja udruženih sredstava, način održavanja likvidnosti, uslovi korišćenja sredstava i dr. Uloga banaka u poslovanju sa sektorom stanoviištva ogleda se u mogućnosti

iskorišćavanja i pretvaranja suficita sektora stanoviištva (kao pozitivna razlika između visine depozita i visine uzetih kredita) u stabilan i trajan izvor novčanih sredstava za finansiranje društvene reprodukcije.

2. FINANSIJSKI MEHANIZAM PRIVREDE

Finansijski mehanizam domaće privrede je skup finansijskih institucija, finansijskih instrumenata i finansijskih tokova. Osnovna funkcija finansijskog mehanizma je uticaj na sektorsku strukturu formiranja novčane akumulacije[716] i finansijske štednje[717], njihov sektorski raspored u korišćenju i racionalno i efikasno usmeravanje finansijskog viška (ponude) pojedinih sektora u sektore sa finansijskim manjkom (tražnja).[718] Veći obim novčane akumulacije za finansiranje investicija je uslov razvoja finansijskog mehanizma, dok je veći obim finansijske štednje osnov za afirmaciju posredničke uloge banke. Privredne organizacije su ključni sektor tražnje sredstava i apsorbovanja viška finansijske štednje. Sektor stanoviištva je ključni izvor ponude finansijske štednje, nako se deo nepodmirene tražnje sredstava podmiruje inostranim sredstvima. U posredovanju između suficitarnih i deficitarnih sektora, banka ima posredničku, mobilizatorsku i distribucionu funkciju. U tom sklopu, finansijsko tržište je mehanizam sučeljavanja ponude i tražnje finansijskih sredstava, u čijem okvirima kreditni oblik tražnje novca postaje dominantan metod korišćenja eksternih resursa, a poslovna banka jedino pozajmljivač finansijskih sredstava.

U sistem finansijskih institucija uključujemo: Narodnu banku, poslovne banke, bankarske konzorcijume, štednokreditne organizacije, javne fondove i specijalizovane finansijske organizacije. Narodnih banka utiče na formiranje i sprovođenje emisione, monetarno-kreditne i devizne politike u sastavu jedinstvenog monetarno-kreditnog, bankarskog i deviznog sistema. Poslovne banke su depozitne finansijske organizacije. Bave se mobilizacijom slobodnih novčanih sredstava i formiranjem ponude sredstava, plasiranjem finansijskih sredstava i zadovoljavanjem finansijskih potreba ekonomskih subjekata (tražnja sredstava). Poslovna banka je stožer udruživanja sredstava privrednih preduzeća u bankarsku organizaciju i osnova za šire povezivanje sredstava sa drugim bankama, radi ostvarivanja određenih bankarskih poslova od šireg zajedničkog interesa.[719]

---

[716] Novčana akumulacija je razlika između ostvarenog novčanog dohotka i izdataka za potronju. Novčana akumulacija je razlika između primanja za prodaju robu i usluge i izdavanja za troškove poslovanja bez amortizacije, poreza i doprinosa i ličiih dohodaka.

[717] Finansijska štednje razlika između novčane akumulacije i izdataka za investicije u osnovna i obrtna sredstva.

[718] Manjak novčane akumulacije ili finansijski manjak karakterističan je za firme, dok je višak finansijske štednje (finansijski višak) karakterističan za sektor stanovništva.

[719] O bankarskim i drugim finansijskim organizacijama više je rečeno u sklopu inoviranog bankarskog sistema.

Finansijski instrumenti su oblici u kojima se drži i iskazuje deo imovine organizacije u privredi, organizacija u neprivredi, fondova, društveno-političkih zajednica, stanoviištva i drugih sektora, organizacija i institucija. Po vrstama razlikujemo sledeće finansijske instrumente nebankarskog sektora: gotov novac i depozitni novac, ograničene, oročene i devizne depozite, obveznice, certifikate i blagajničke zapise. Po ročnosti razlikujemo sledeće finansijske instrumente finansijskog sektora: kratkoročne, srednjoročne i dugoročne kredite banaka i drugih finansijskih organizacija, inostranu aktivu i ostalo (novac, oročena i ograničena sredstva, štedni depozit, učešća i sl.). Rarznovrsnost finansijskih instrumenata i njihova veličina i struktura, obim i struktura finansijskih instrumenata po sektorima, kao i struktura finansijskih instrumenata po vrstama i po ročnosti, od fundamentalnog su značaja za bankarski i kreditni sisteme, kao i za celokupan finansijski mehanizam privrede, odnosno finansiranje društvene reprodukcije.

Finansijski tokovi su, u suštini, cirkulacija finansijskih sredstava. Sredstva kruže unutar datog (istog) sektora, između dva subjekta, između različitih subjekata u istom sektoru i između subjekata različitih sektora. Finansijske tokove delimo na tržišne, regulativne i fiskalne tokove. Fiskalni tokovi javljaju se između sektora firmi i stanovništva, i sektora DPZ i javnih fondova. Regulativni tokovi postoje u odnosima između banaka, pod uticajem mera monetarnog, kreditnog, deviznog i bankarskog sistema (obavezne rezerve, uplate određenih depozita i sl.). Tržišni tokovi su: finansijski tokovi između samih privrednih organizacija (neposredni krediti, hartije od vrednosti, zajednička ulaganja); između sektora firmi i sektora banaka (novac, ograničeni, oročeni i devizni depoziti, hartije od vrednosti i ostala likvidna sredstva); između sektora stanoviištva i sektora banaka (novac. štedni depoziti, žiro i tekući računi); između sektora banaka i sektora firmi (kratkoročni, srednjoročni i dugoročni krediti i hartije od vrednosti); između sektora banaka i sektora stanoviištva (potrošački krediti i krediti za stambenu izgradnju) i između sektora banaka i sektora inostranstva (devizna sredstva, zlato, depoziti, krediti i sl.).

Finansijski tokovi održavaju cirkulaciju finansijskih sredstava "od jednog preduzeća i neprivrednog subjekta drugome, što predstavlja puteve (kanale) transmisije finansijskih sredstava.[720]Finansijski tokovi mogu biti neposredni (direktni) i posredni (indirektni). "Direktni se odvijaju prenosom finansijskih sredstava neposredno od izvornog preduzeća (davaoca) do preduzeća korisnika. Indirektni se ostvaruju prenosom finansijskih sredstava posredstvom finansijskih institucija (banaka i drugih), što u osnovi zavisi od suficita preduzeća ili druge institucije. mogu direktno finansirati deficitarne, a to mogu činiti uz posredovanje neke finansijske organizacije[721] U cirkulaciji novčanih sredstava ispoljavaju se finansijske aktivnosti, koje utiču na promene u potraživanjima i dugovanjima,

[720] Đ. Jovanović, Finansijski tokovi sredstava preduzeća u inflatornim uslovima privređivanja, Finansijska praksa 8-10/89.,st. 473.
[721] Ibidem. st. 473-492.

odnosno na novčana izdavanja (ili finansijska ulaganja) i novčana primanja (ili korišćenje finansijskih sredstava).

3. PRINCIPI - NAČELA BANKARSKOG POSLOVANjA

Sistem poslovanja i poslovna politika banaka počivaju na određenim principima, načelima bankarske ekonomije. U bankarskom poslovanju poznati su sledeći principi:

1. Princip likvidnosti.
2. Princip rentabilnosti.
3. Princip ekonomičnosti,
4. Princip racionalnosti.
5. Princip samostalnosti.
6. Princip sigurnosti, i
7. Princip poslovnosti i javnosti.

Princip likvidnosti otkriva sposobnost poslovne banke da na vreme odgovori obavezama prema svojim komitentima i osnivačima, da blagovremeno uravnoteži priliv i odliv sredstava, da bez zastoja osigura odvijanje međubankarskih plaćanja, da osigura potreban nivo platnog likviditeta sa potrebama platnog prometa, da planski podmiri kreditne potrebe preduzeća, da vodi računa o ročnosti svojih obaveza, da prati zakonomerna kretanja likvidnih sredstava u društvenoj reprodukciji i da izravnava suficitarne i deficitarne fluktuacije likvidnih tokova preduzeća. Jednom rečju, poslovna banka održava platni likviditet (tj. konstantno omogućava neometaio plaćanje njenih komntenata) i osigurava kreditni likviditet. (tj. permanentno odmerava opravdane kreditne potrebe svojih komitenata).[722]

Princip rentabilnost reflektuje poslovanje banke na principu dohotka. Princip rentabiliteta poslovna banka zadovoljava ostvarivanjem ukupnog prihoda, odnosno dobiti za pokriće troškova poslovanja, za rashode radne zajednice, za izdvajanje u fondove i za raspodelu ostatka dobiti na deoničare (shodno njihovom "doprinosu" u ostvarivanju ukupnog prihoda poslovne banke) prema zakonom regulisanim osnovama sticanja i raspoređivanja ukupnog prihoda u bankama. Princip rentabilnosti, takođe, zahteva veliki stepen "zaposlenosti" sredstava banke.

Prema principu ekonomičnosti poslovna banka prvenstveno treba da posluje sa izvorima sredstava sa najnižom kamatnom stopom i sa najnižim ostalim troškovima, koji su u vezi sa poslovima prikupljanja, manipulisanja i planiranja sredstava. Dajući prednost ekonomičnijim izvorima sredstava, poslovna banka stvara objektivni prostor za smanjenje troškova kamata i drugih troškova po datim kreditima organizacijama u privredi, pošto su ti troškovi jedan od elemenata u strtukturi troškova firme i kalkulativna stavka u politici raspoređivanja ostvarenog

[722] Likvidnost obuhvata kako obaveze prema deponentima i kreditorima, tako i obaveze prema korisnicima kredita i korisnicima bankarskih usluga.

dohotka. Time se ekonomična poslovna politika banaka uklapa u politiku sveopšte društvene ekonomičnosti u nacionalnoj privredi.

Princip racionalnosti odražava racionalno plasiranje kreditnog potencijala, u skladu sa prioritetnim i efikasnijim zadovoljavanjem potreba preduzeća, kao i racionalnim prikupljanjem novčanih sredstava. U kvantitativnom smislu, poslovna banka vodi računa o racionalnom iskorišćavanju kreditnog potencijala (koji je namenjen plasiranju u vidu kredita) i o svom platnom likviditetu (koji omogućava nesmetano odvijanje plaćanja svojih komitenata). Sa kvalitativnog aspekta, racionalna poslovna politika banaka se ogleda u postizanju što većih efekata sa što manjom količinom novca (postizanjem većeg koeficijenta obrtaja novčanih sredstava uloženih u proces reprodukcije) i ubrzavanje procesa oslobađanja novčanih izvora radi njihovog osposobljavanja za ulaganja u nove potrebe i u kraćim rokovima.

Princip samostalnosti manifestuje se u sklopu opšteg kursa decentralizacije sredstava, funkcije i odluka u udruženom radu, oživotvorenja kvalitativno novih društveno-ekonomskih odnosa u poslovnom bankarstvu, zaključivanja sporazuma o "udruživanju" sredstava, sprovođenja kolektivnog rukovođenja, i donošenja zajedničkih planova razvoja i programa rada. Banke samostalno i tržišno obavljaju delatnost u skladu sa zakonom, statutom, ugovorom i smernicama jedinstvene monetarno-kreditne i bankarske politike Srbije poštujući pri tome opšti društveno-ekonomski interes preduzeća, uputstva Narodne banke i odluke skupštine banke.

Princip sigurnosti obezbeđuje garanciju vraćanja kreditnih plasmana po dogovorenim uslovima i u određeno vreme. Za valorizaciju ovog principa od presudne je važnosti kreditna sposobnost korisnika kredita, kao i njegovi tekući rezultati rada (ekonomska sposobnost) od kojih, u krajnjoj instanci, zavisi rekreiranje kreditnog potencijala banke (kreditna sposobnost), kao i njena buduća likvidnost i solventnost. Od sigurnosti poslovanja zavisi i nivo nenaplativih potraživanja, koja se otpisuju na teret prihoda banke.

Princip poslovnosti i javnosti izražava suštinu poslovne politike banke. Ona se ogleda u prikupljanju slobodnih novčanih sredstava i formiranju depozita i u plasiranju i usmeravanju kreditnih plasmana (kreditna sposobnost komitenata, rokovi, kamatna stopa, i obezbeđenje vraćanja kredita). Javnost u radu banke se ogleda u dostupnosti javnosti opštih akata banke, finansijskog plana, završnog računa i izveštaja o radu banke.

4. VRSTE I OBLICI BANKARSKIH POSLOVA - PREDMET BANKARSKOG POSLOVANJA

Ekonomska sadržina celokupne aktivnosti (bankarskog poslovanja) poslovnih banaka ogleda se u prikupljanju i plasiranju novčanih sredstava, odnosno

u formiranju kreditnog potencijala i u kreditnim plasmanima na određenim principima, metodama i kriterijumima povezanim u logičan, koherentan, koegzistentan, racionalan i efikasan sistem poslovne politike banaka. Poslovne banke tržišne privrede imaju brojne i raznovrsne funkcije u društvenoj reprodukciji, koje opredeljuju vrste i oblike bankarskih poslova, odnosno predmet poslovanja banaka. Međutim, sve ciljeve i zadatke poslovnih banaka možemo grupisati u sledeće tri grupe poslova:

1. Aktivni bankarski poslovi,
2. Pasivni bankarski poslovi, i
3. Neutralni bankarski poslovi.

Aktivni bankarski poslovi su bankarski poslovi banke kojima se prerasodeljuju i alociraju prikupljena slobodna novčana sredstva, posredstvom kreditnih plasmana. U bavljenju aktivnim poslovima poslovna banka je poverilac (prema dužniku - komitentu). Za obavljanje ovih poslova banka naplaćuje aktivnu kamatu (po određenoj stopi), koja je izvor prihoda banke.

Aktivne bankarske poslove delimo na kratkoročne i dugoročne. Kratkoročni bankarski poslovi su odobravanje kredita, na kratak rok (do 2 godine), komitentima od strane poslovnih banaka. U ovu grupu poslova banke spadaju:

1. Kratkoročni krediti za robni promet.
2. Kratkoročni krediti za zalihe gotove robe i reprodukcioni materijal.
3. Krediti za tzv. posebne namene (povećanje proizvodnje robe namenjene izvozu i povećanje proizvodnje robe namenjene potpunijem snabdevanju domaćeg tržišta).
4. Krediti (iz sredstava fondova banaka, oročenih štednih depozita i oročenih depozita privrede, iz sredstava prikupljenih izdavanjem obveznica i blagajničkih zapisa, i iz sredstava prikupljenih zajmova u zemlji i inostranstvu) za ostale namene (za ulaganja u trajno-obrtna sredstva),
5. Eskontni krediti na osnovu vrednosnih papira koje poslovna banka reeskontuje kod Narodne banke (selektivni krediti za izvoz opreme i brodova, otkup poljoprivrednih proizvoda i razvoj poljoprivrede i uvoz iz zemalja u razvoju),
6. Ostali kratkoročni krediti dati na bazi hartija od vrednosti.

Dugoročne kreditne poslove banke čine krediti poslovnih banaka koje se daju komitentima na rok duži od 5 godina. Dugoročne ili investicione kredite banke čine:

1. Investicioni krediti za proširenje, rekonstrukciju i modernizaciju postojećih kapaciteta. i za izgradnju novih objekata i postrojenja,
2. Dugoročni krediti za finansiranje trajnih obrtnih sredstava.
3. Investicioni krediti za opremu i nova investiciona postrojenja, i
4. Zajednička investiciona bankarska ulaganja.

U kratkoročne i dugoročne bankarske kredite, kao izraz aktivnih bankarskih poslova možemo ubrojiti i davanje potrošačkih kredita sektoru stanovništva za kupovinu trajnih potrošnih dobara i kredite građanima za stambenu izgradnju i

kupovinu stana, mada ove kredite mogu davati i organizacije u privredi i neprivredi.

Pasivne bankarske poslove karakteriše prikupljanje slobodnih novčanih sredstava na koje banka, kao dužnik, plaća pasivnu kamatu. Grupu pasivnih bankarskih poslova čine:

1. Depozitni poslovi,
2. Međubankarski poslovi, i
3. Poslovi izdavanja hartija od vrednosti, certifikata, blagajničkih zapisa i potvrda o deponovanim i udruženim sredstvima.

Depozitni poslovi su poslovi primanja u depozit novčanih sredstava po žiro i tekućim računima organizacija u privredi i neprivredi, i drugih korisnika društvene imovine, poslovi primanja uloga stanoviištva na štednju i poslovi primanja novčanih sredstava po žiro i tekućim računima građana, i sl.

Depozitni novac[723]je novčano sredstvo preduzeća, DPZ, zadruga.,inofirmi, fondova, drugih društveno-pravnih lica i građana, koje je deponovano kod banke i na koje banka plaća određenu kamatu. Depozitni sistem privrede čine: 1) Depoziti po viđenju (sredstva na žiro-računima i sredstva fondova zajedničke potrošnje): 2) Ograničeni depoziti (depoziti rezervnih fondova. garantni depoziti za investicije i dinarski depoziti po poslovima s inostranstvom); 3) Devizni depoziti[724] i 4) Oročeni ili investicioni depoziti (oročena sredstva do 1 godine, oročena sredstva preko 1 godine i oročena sredstva za stambenu izgradnju).

Depozitni novac građana čine: a) Oročeni i neoročeni štedni depoziti; b) Žiro-računi i tekući računi građana i c) Primljene obveznice na koje banka, takođe plaća kamatu.

Međubankarski poslovi su, u stvari, međubankarsko finansiranje – kreditiranje po kome je jedna banka primalac sredstava (kredita)[725] - dužnik, dok je druga banka davalac sredstava (kredita) - poverilac. Banka, koja prima novčana sredstva za kreditiranje svojih komitenata, obavlja pasivan posao i plaća pasivnu kamatu na pozajmljena sredstva.[726]

Reeskontni krediti, kao svojevrsni oblik međubankarskog kreditiranja, jesu, takođe, pasivni bankarski poslovi na osnovu kojih je poslovna banka primalac kredita od centralne banke na bazi eskontovanja menica. Poslovna banka može da ustupi menicu drugoj poslovnoj banci i da na taj način dođe do novčanih sredstava (kredita), koja se moraju vratiti po isteku roka naznačenog u menici.

---

[723] Najsavremeniji oblik kreditiog novca. depozitii novac kao i pitanja koja su vezana za njegovo formiranje, plasiranje i regulisanje, postali su središnji problemi monetarno-kreditie politike.

[724] Devizni depoziti su depoziti u stranim sredstvima plaćanja. Sistem deviznih depozita čine devizni račun preduzeća, devizni računi građana i štedni devizni ulozi stanoviištva. Ovi devizni depoziti mogu biti po viđenju i oročeni.

[725] U ove poslove ubrajamo i zajedničko međubankarsko finansiranje određenih poslova i međubankarsko kreditiranje posredstvom tržišta novca.

[726] Ovi kredite se odnose na kredite za likvndnost i na kredite za određene namene.

Poslovne banke pribavljaju novčana sredstva za sopstveno poslovanje i izdavanjem hartija od vrednosti:[727]

- certifikati;
- blagajnički zapisi;
- potvrde o deponovanim sredstvima.

Certifikat koji izdaje banka je dokaz o "udruženim" sredstvima za obrazovanje i povećanje fonda ulagača banke. Blagajničke zapise izdaje Narodna banka. Blagajničke zapise, koje izdaje poslovna banka, mogu da upisuju firma, fond i DPZ. Obratno, blagajničke zapise, koje izdaje Narodna banka, mogu da upisuju, pored firme, fond i DPZ, i poslovne banke. Firme i DPZ mogu zatražiti od banke potvrdu o deponovanim sredstvima koja su "udružena" u banci. Potvrda se smatra hartijom od vrednosti. Potvrdu o uloženim sredstvima izdaje banka toj organizaciji o deponovanim sredstvima bez namene kod banke sa rokom vraćanja dužim od 1 godine.

Neutralni bankarski poslovi su poslovi u kojima se banka ne pojavljuje, ni kao dužnik. ni kao poverilac. U ovim poslovima banka samo posreduje u realizaciji određenih poslova u ime i za račun korisnika društvene imovine. Za obavljene poslove banka naplaćuje samo provizije ili određene naknade, a ne aktivnu ili pasivnu kamatu. U ove neutralne poslove svrstavamo poslove platnog prometa, komisione poslove, poslove oko raznih isplata i uplata itd.

Poslovi platnog prometa su sva plaćanja preko banaka, ali ne i gotovinska plaćanja. Pored poslova platnog prometa u zemlji, banke ovlašćene za određene poslove platnog prometa s inostranstvom obavljaju deviznovalutne poslove, kreditne poslove s inostranstvom i poslove platnog prometa s inostranstvom. Narodna banka daje ovlašćenje za kupovinu i prodaju deviza, efektivnog stranog novca, bankarskih čekova i kreditnih pisama od domaćih i stranih lica (tzv. menjački poslovi).

Komisioni bankarski poslovi su: a) poslovi odobravanja i puštanja kredita u tečaj, kontrola upotrebe kredita i naplata emitovanog kredita; b) izdavanje garancija i garantnih pisama; c) kupovina i prodaja hartija od vrednosti i deviza; d) izdavanje kreditnih pisama i otvaranje akreditiva i e) primanje, čuvanje i rukovanje raznim predmetima, vrednostima i dragocenostima.

Poslovi raznih uplata i isplata su naplate potraživanja po osnovu posedovanja obveznica, čekova, vrednosnih pisama i kamatnih kupona, kao i isplate određenih obaveza (struja, voda, kirija i dr.). Ovi poslovi se nazivaju inkaso poslovima.

Međutim, osim kriterijuma podele bankarskih poslova po bilansno analitičkim obeležjima, bankarski poslovi mogu se klasifikovati i po sledećim kriterijumima: 1) Podela poslova prema kriterijumu osnovnih funkcija; 2) Podela poslova po kriterijumu funkcionalnosti bankarskog poslovanja i 3) Podela poslova po kriterijumu ročnosti. Po prvom kriterijumu u bankarske poslove ubrajamo poslove "udruživanja" sredstava, poslove povezivanja novčanih tokova i cirkulacije sredstava u društvenoj reprodukciji, poslove prikupljanja slobodnih novčanih

[727] Videti: Zakon o hartijama od vrednosti i Zakon o osnovama kredtnog i bankarskog sistema.

sredstava u vidu novčanih depozita i štednih uloga, poslove usmeravanja novčanih sredstava i kreditiranja ekonomskih subjekata, poslove izdavanja hartija od vrednosti, poslove platnog prometa i dr. Sa stanovišta funkcionalnosti bankarskog poslovanja, bankarski poslovi su poslovi stvaranja depozitnog ili bankarskog novca i poslovi snabdevanja društvene reprodukcije potrebnom količinom novca, poslovi mobilizacije i koncentracije slobodnih novčanih sredstava, poslovi plasiranja novčanih sredstava vezanih za kreditiranje, kupovina hartija od vrednosti, davanje garancija i avala. Uslužni, posrednički i komisioni poslovi, poslovi deviznе kontrole, statistike i evidencije itd. Sa stanovišta ročnosti, bankarski poslovi su poslovi obezbeđenja kratkoročnih, srednjoročnih i dugoročnih izvora sredstava i poslovi kratkoročnih, srednjoročnih i dugoročnih plasmana.

5. POSLOVNA POLITIKA BANAKA

Poslovna politika banaka je skup načela i metoda za ostvarivanje ciljeva i zadataka banaka u društvenoj reprodukciji. U tržišnoj privredi bankarske organizacije su, u domenu kredita. novčane cirkulacije, finansijske evidencije, kontrole i drugih bankarskih poslova, poprimile brojne i složene funkcije (ciljevi i zadaci) u društvenoj reprodukciji:

1. Iznalaženje metoda (načina) snabdevanja privrede potrebnom količinom novčanih sredstava.
2. Optimalna distribucija i alokacija potrebnog novca.
3. Eliminisanje inflacionih i deflacionih tendencija. i očuvanje stabilnosti kupovie snage dinara i stabilnog nivoa cena i zaposlenosti.
4. Sprovođenje politike kratkoročnog i dugoročnog kreditiranja organizacija u privredi i vanprivredi.
5. Organizovanje platnog prometa u zemlji i inostranstvu (shodno svojim ovlašćenjima),
6. Sprovođenje politike racionalnih i efikasnih kreditnih plasmana,
7. Izdavanje i promet hartija od vrednosti, i davanje garancija i avala,
8. Obavljanje posredničkih, uslužnih i komisionih poslova, i
9. Obavljanje ostalih bankarskih poslova.

U ostvarivanju ciljeva i zadataka banke polaze od određenih načela na kojima je zasnovana poslovna politika. Poslovna politika banaka polazi od načela dugoročnog planiranja politike "udruživanja" sredstava, prikupljanja slobodnih novčanih sredstava i plasiranja sredstava, načela fleksibiliog prilagođavanja potrebama svojih članova i drugih komitenata, načela usklađivanja politike sredstava i politike plasmana, načela prioriteta, selektivnosti, racionalnosti, efikasnosti i stabilnosti prikupljanja, koncentracije, plasiranja i cirkulacije sredstava društvene reprodukcije, i načela planiranja, dogovaranja i sporazumevanja. U tom smislu, izdvajamo tri grupe aktivnosti poslovne politike banaka:

1. Politika koncentracije sredstava za potrebe obnavljanja i proširivanja materijalne osnove privrednih preduzeća,

2. Politika mobilizacije slobodnih novčanih sredstava ekonomskih subjekata reprodukcije, uzimanja kredita u zemlji i inostranstvu, i izdavanja i prometa hartija od vrednosti, i

3. Politika plasiranja sredstava, davanja kredita, garancija i avala, i kupovine hartija od vrednosti.

Politika "udruživanja" sredstava, uz samofinansiranje, jeste osnova sistema finansiranja proširene reprodukcije, koja se zasniva na "udruživanju" akumulacije, na principu neposrednog kreditiranja i zajedničkih ulaganja, na principu namenskog udruživanja akumulacije u bankama i koncentracije akumulacije preko banaka, u vidu hartija od vrednosti. Tome možemo dodati kreditiranje, kao dopunski izvor finansiranja reprodukcije.

U bankarskim organizacijama i sredstva se "udružuju" za određene namene, i to: 1) za ostvarivanje zajedničkog dohotka; 2) za međusobno kreditiranje; 3) za regulisanje dužničko-poverilačkih odnosa na osnovu i kupovina i prodaja hartija od vrednosti; 4) za održavanja tekuće likvidnosti; 5) za finansiranje određenih potreba privrede, bez obaveze vraćanja; 6) za kreditiranje na osnovu i hartija od vrednosti i 7) za zajednička ulaganja.

U okviru politike formiranja novčanih sredstava banka prikuplja: 1) Kratkoročne, srednjoročne i dugoročne depozite. dinarsku i deviznu štednju; 2) Emituje hartije od vrednosti i 3) Uzima kredite u zemlji i inostraistvu, radi formiranja ponude finansijskih sredstava i njenog usklađivanja sa tražnjom finansijskih sredstava.

Politika plasmana je: a) Politika plasiranja novčanih sredstava; b) Kratkoročno, potrošačko i investiciono kreditiranje; c) Davanje garancija i avala: d) Prodaja hartija od vrednosti. U središtu poslovne politike je kreditni odnos između preduzeća i banaka, koji treba da postane dodatni (uz "udruživanje" sredstava i samofinansiranje) izvor finansiranja reprodukcije i dopunski izvor prikupljanja eksternih sredstava. Za ostvarivanje kreditne funkcije poslovne banke od bitiog su značaja poslovi utvrđivanja kriterijuma za odobravanje kredita. utvrđivanja uslova kratkoročnog i dugoročnog kreditiranja obrtnih sredstava, iznalaženja kriterijuma dugoročnog investicionog kreditiranja, utvrđivanja prioriteta i namena selektivnih kredita i utvrđivanja uslova potrošačkog kreditiranja, u skladu sa zahtevima ekonomske stabilizacije i privrednog razvoja.

6. POSLOVNI ODNOSI IZMEĐU BANAKA I NJIHOVIH KOMITENATA

Poslovni odnosi između bankarskih organizacija i privrednih organizacija jesu složeni i raznovrsni. Svaka firma (preduzeće) kod banaka se može pojaviti

kao osnivač, odnosno upravljač banke, kao deponent sredstava, kao korisnik kredita i kao korisnik bankarskih usluga. Banke se, s druge strane, u odnosu na preduzeća mogu javiti u ulozi dužnika, u ulozi poverioca, u ulozi posrednika, u ulozi savetnika i kontrolora.

U našem bankarskom sistemu privredne organizacije su osnivači i finansijeri banke, pošto obezbeđuju sredstva putem uplata u fond osnivača za poslovanje banke. Sva ulaganja u fond osnivača su trajna ulaganja. Status osnivača banke stiče svaka firma (preduzeće) potpisivanjem ugovora (po zakonu) o osnivanju banke. Kao osnivači banke, privredne organizacije stiču pravo da učestvuju u raspodeli prihoda iste banke. ali i obavezu da pokrivaju rizik u slučaju negativnog poslovanja (gubici banke). Svaka banka na bazi uplaćenog uloga izdaje certifikat koji glasi na ime preduzeća. Ova potvrda ili certifikat u stvari predstavlja certifikat o "udruženim" sredstvima. On se može prenositi i ustupati bilo kojoj drugoj firmi.

Uložena sredstva privrednih organizacija u banku su deponovana sredstva. Sa deponovanim sredstvima banka posluje. Kod svake banke postoje dva oblika sredstava koja se deponuju. I to: neoročena sredstva (ili depoziti po viđenju) i oročena sredstva (ili depoziti sa otkaznim rokom). Neoročena i oročena sredstva jesu predmet ugovaranja između privrednih preduzeća i banke, između kojih se zaključuje ugovor o deponovanju sredstava. Preduzeća na deponovana sredstva kod banke dobijaju kamatu i stiču pravo na dobijanje kredita u srazmeri sa deponovanim sredstvima. Ukupan zbir deponovanih sredstava čini kreditni potencijal banke na osnovu koga se utvrđuju ukupne mogućnosti za odobravanje kredita u vidu kreditnih plasmana kod organizacija u privredi.

O poslovima koje treba finansirati zajednički se dogovaraju banke i privredne organizacije radi utvrđivanja uslova kreditiranja. Ovaj poslovni odnos precizira se ugovorom o kreditu, u kome se utvrđuje iznos kredita, kamata. rok povraćaja i drugi uslovi relevantni za ravnopravne odnose poslovnih partnera. U tom sklopu, firma teži da uslovi kreditiranja budu što povoljniji, dok banka teži da sredstva budu efikasno plasirana. Poslovnost u korišćenju društvenih sredstava je obostrani interes i banke i preduzeća. Pored kreditnih i depozitnih poslova, poslovni odnosi između banaka i organizacija uspostavljaju se i na osnovu raznih bankarskih usluga.

U ove bankarske usluge spadaju: avaliranje (jemstvo) menica. eskont menica, otvaranje akreditiva, izdavanje kreditnog pisma, izdavanje raznih garancija u zemlji i inostranstvu, obavljanje raznih deviznih poslova i dr. Za pružene usluge banke svako preduzeće plaća naknadu. Naknada se utvrđuje bankarskom tarifom svake kalendarske godine. Ovu tarifu utvrđuju preduzeća (firme) na skupštini banke na početku poslovne godine.Konačno, banke svojim komitentima daju savete, uputstva i mišljenja u vezi sa finansijskim poslovanjem preduzeća i finansiranjem razvojnih programa. Istovremeno, banka vrši kontrolu finansijskog poslovanja preduzeća.

7. FINANSIJSKO RESTRUKTURIRANJE BANAKA I PREDUZEĆA

Savremeno bankarstvo razvijenih tržišnih privreda karakteriše koncentracija banaka, kvalitativna kontrolna uloga države i finansijska deregulacija, pluralizam vlasništva, profit kao motiv poslovanja poslovnih banaka i spajanje banaka i/ili osiguravajućih društava u uslovima sveopšte liberalizacije finansijske zaštite.[728]Međunarodni bankarski sistem u 80-tim godinama faktički je uplovio u vode globalizacije finansijskih tokova i mehanizama. oštre međunarodne ekspanzije i internacionalne konkurencije bankarskih trustova, i globalizacije finansijskog i bankarskog tržišta, i fluidnosti u poslovanju banaka i finansijskih organizacija.[729] "Suština transformacije naših banaka u banke akcionarskog tipa (preduzetničke banke) je da posluju kao finansijska preduzeća na načelima likvidnosti, rentabilnosti i sigurnosti u tržišnom okruženju, pri čemu postoje konkurentski odnosi u finansijskom sektoru kako između finansijskih institunija (poslovne banke i nebankarske finansijske organizacije) tako i između različitih oblika finansiranja (bilateralni - depoziti i krediti - i multilateralni - hartije od vrednosti).[730]

U tom kontekstu, banke ne mogu više reprezentovati "tehnički servis" za snabdevanje privrede novčanim sredstvima niti institucije kojima upravljaju dužnici već samo samostalne finansijske organizacije koje autonomno definišu kreditiu politiku sa samostalnim i objektivnim. Procenama stepena kreditnog rizika kod svake transakcije i koje performansno pristupaju analizi kreditne i poslovne sposobnosti privrednih jedinica. U bankarskoj metodologiji kod ocene investicionih projekata "insistira se na vremenskoj projekciji novčanih tokova, korišćenju sadašnje vrednosti svih razmatranih kategorija, komparativnoj analizi, proceni rizika i neizvesnosti i sintetizovanim pristupima i metodama ocene. Pri tome se polazi od rentabiliteta investicija, roka povraćaja korišćenih kredita i tuđih resursa, stopa samofinansiranja, kao i doprinosa investicionih programa povećanju deviznih prihoda. Uzimaju se u obzir kamatna stopa na posuđene resurse koji se mogu pokriti, rok za izgradnju, jedinični troškovi projekta i komitentski odnosi banke i investitora. Sve korišćene varijable se na kraju sintetizuju, kako bi se vrednost investicija što realnije sagledala i predviđa se ograničavanje davanja investicionih kredita jednom korisniku na najviše 10% investicionog potencijala. To bi trebalo da doprinese racionalnom korišćenju nedovoljnih sredstava nacionalne štednje, a kod većih investicionih projekata neophodna je disperzija rizika. Poslovne banke bi u potpunosti poštovale rigorozne kriterijume kreditiranja i finansiranja čiju adekvatnost potvrđuje tržište, jer bi u protivnom, pre ili kasnije, bile podvrgnute bankrotstvu ili sanaciji.[731]

---

[728] A. Živković,Bankarstvo u uslovima razvoja jedinstvenog jugoslovenskog tržišta, Ekonomski anali 106/90,st. 159-183.
[729] Dr M. Ćirović, Monetarna ekonomija, Evropski centar za mir i razvoj, Beograd, 1987. st. 117.
[730] A. Živković. op. cit, st. 160.
[731] Ibidem. st. 163.

Tokom 80-tih godina stvoreni su institucionalni uslovi za postepeno uklanjanje regionalnog karaktera poslovnog bankarstva sa prenaglašenom teritorijalizacijom finansijskih tokova, za povećanje odgovoriosti osnivača banaka, za evidenciono razdvajanje kratkoročnog i investicionog bilansa. za reafirmaciju načela bankarskog poslovanja itd. U skladu sa svojim novim profilom, banka će ubuduće poslovati i u svoje ime i za svoj račun, kao samostalni ekonomski subjekt, ona bi trgovala specifičnom robom (novcem) koji prikuplja i pozajmljuje po tom osnovu po kamatama formiranim na novčanom tržištu. Na primarnom finansijskom tržištu najpre bi svaka poslovna banka kao posrednik u strujanju inicijalnih finansijskih sredstava vršila funkciju investncionog bankarstva obavljajući agencijske poslove u vezi dužničkih i svojinskih hartija od vrednosti. što bi vremenom postao posao posebno za to specijalizovanih institucija. Na sekundarnom finansijskom tržištu koje će poslovati "preko šaltera", banke će zadržati svoju ulogu pri ponovioj kupovini odnosno prodaji već realizovanih vrednosnih papira. Najaktuelnija finansijska inovacija je novčano tržište na kome tržišni transaktori delom drže svoje novčane rezerve u vidu transakcionih depozita kod banaka, a delom kao kratkoročne hartije od vrednosti kod sebe. Proporcije primarnih i sekundarnih rezervi likvidnosti zavise od nivoa kamatnih stopa i transakcionih troškova. Uslov za snaženje ovog tržišta je da preduzeća ostvaruju dovoljnu akumulaciju, kako bi deo sredstava držala i u obliku likvidnih obveznica za ponudu po relatnvno stabilnim cenama.[732]

U najnovijoj reorganizaciji bankarske sfere banke su koncipirane kao autonomni tržišni subjekti, koji ostvaruju dobit. pokrivaju rizik, odgovaraju svojim obavezama, doprinose proširenom reprodukovanju kapitala u fondovima i jačaju akumulativnu i reproduktivnu sposobnost osnivača. U tom kontekstu, banke posluju u svoje ime i za svoj račun, ali i kao finansijski agenti, intermedijeri i savetodavci. Poslovna orijentacija banaka je univerzalna, specijalizovana i razvojna. Banke svoje depozitne, kreditne, investicione i uslužne funkcije obavljaju u zavisnosti od raspoloživih potencijala. koji se upotpunjava emitovanjem hartija od vrednosti, od dogradnje finansijske mreže i od diversifikacije finansijskih instrumenata.

Promene u finansijskoj strukturi u razvijenim tržišnim ekonomijama ispoljavaju se u vidu finansijskih inovacija, deregulacije, sekjuritizacije i globalizacije. To je dovelo do kreiranja diversifikovanih finansijskih instrumenata putem kojih se povezuju kreditori i debitori uz slobodno formiranje bilansne strukture, aktiviranja tržišta kapitala i novca kao institucionalnog oblika transfera dugoročnih i kratkoročnih finansijskih resursa između dužnika i poverilaca bez posredovanja finansijskih institucija, deregulacije na finansijskom sektoru i uvođenja konkurencije između profitno orijentisanih finansijskih institucija, i formiranja realnih kamatnih stopa kao objektiviziranog parametra za optimalnu alokaciju finansijskih resursa.[733]Ove tendencije u promenama finansijske strukture u formi

[732] Ibidem. st. 166.

[733] Dr M. Ćirović, Tržišno-orijentnsana reforma finansijskog sistema, Ekonomski anali, br. 106/90 st.

finansijskih inovacija manifestuju se u vidu (obliku) deregulacije, sekjuritizacije i globalizacije. "Tako je došlo do stvaranja uslova za oštriju konkurenciju između raznih tipova finansijskih institucija uz napuštanje' strogih podela kompetencije njihovih delatnosti na finansijskom sektoru (deregulacija). Ovo je praćeno povećanjem relativne uloge vrednosnih papira kao i sekundarnih tržišta na kojima dolazi do kupoprodaje ranije emitovanih papira, uz relativno potiskivanje finansijskih institucija odnosno jače povezivanje finansijskih institucija za tržište vrednosnih papira (sekjuritizacija). Najzad, došlo je do tendencije međunarodnog povezivanja nacionalnih finansijskih tržišta odnosno stvaranja globalizovanog finansijskog tržišta. Tendencija globalizovanog kretanja novca i kapitala rezultat je s jedne strane postojanja konvertibilnosti valuta kao i smanjenja ili ukidanja ograničenja na planu kretanja kapitala između zemalja i inostranstva.[734]

Reforma domaćeg finansijskog sistema inicirala je potrebu institucionalizacije finansijskog tržišta na kome se ukrštaju tokovi ponude i tražnje novca i kapitala. Na novčanom tržištu "se vrši prelivanje kratkoročnih sredstava pre svega u vidu depozita banaka kod centralne banke i blagajničkih zapisa centralne banke, dok bi u perspektivi došlo do emisije kratkoročnih državnih obveznica. depozitnih certifikata banaka i komercijalnih papira preduzeća. Uvođenjem novčanog tržišta dolazi do diferencijacije novčanih aktiva na primarne i sekundarne novčane aktive. U kontekstu stvaranja novčanog tržišta na kojem dolazi do interventnih operacija centralne banke stvaraju se institucionalne mogućnosti za nove mehanizme regulisanja primarnog novca od strane centralne banke. Međutim, sa gledišta razvoja finansijske strukture mnogo je značajnije stvaranje tržišta kapitala na kojem dolazi do primarne emisije vrednosnih papira (akcija i obveznica) od strane preduzeća kao i obveznica koje emituje država. Tržište kapitala povlači za sobom i stvaranje sekundarnog tržišta na kojem dolazi do kupoprodaje primarno ranije emitovanih vrednosnih papira. Na taj način jednom emitovane akcije preduzeća ostaju permanentno u prometu i samim tim predstavljaju trajne izvore finansiranja preduzeća. Pri tome je bitio naglasiti da akcije preduzeća nose varijabili i prinos čija visina zavisi - od tekuće profitabilnosti preduzeća kao i politike raspodele neto dobiti preduzeća između retencije profita za finansiranje razvoja i isplate neto dobiti u vidu dividendi vlasnicima akcija. Obveznice su instrument kreditnih odnosa između preduzeća ili države kao emitenata tih oblika vrednosnih papira i one nose po pravilu fiksnu kamatnu stopu ili kamatnu stopu koja je vezana za neku referentnu kamatnu stopu na finansijskom tržištu. Obveznice koje se nalaze u prometu na sekundarnom tržištu kapitala imaju rok dospeća od najmanje godinu dana (po alternativnoj konvenciji najmanje dve godine).[735]

187-204

[734] Dr M. Ćirović, op. citt. st. 190.

[735] Dr M. Ćirović, op. citt. st. 201.

8. FINANSIJSKE ORGANIZACIJE

U literaturi se nebankarske finansijske organizacije klasifikuju prema vrstama izvora i prema vrstama funkcija, i to u vidu sledećih pet grupa instigucija: depozitne finansijske organizacije, institucije za ugovornu štednju, institucione finansijske organizacije, finansijske kompanije i mešovite finansijske organizacije, "Tip depozitnih finansijskih organizacija ima izvore formiranje finansijskog potencijala prilično slične izvorima poslovnih banaka. U ovu grupu spadaju mešovite štedne banke, štedno-kreditna udruženja i kreditne unije. U institucije koje organizuju ugovornu (dugoročnu) štednju spadaju osiguravajuće organizacije i penzioni fondovi. Tip investicionih finansijskih organizacija formira svoj potencijal na osnovu izdavanja i/ili transfera dugoročnih vrednosnih hartija("stocks and bonds") i uključuje: mešovite fondove, investicione kompaije ("closed-end"), lične i zajedničke starateljske fondove ("turst funds") i starateljske kompanije. Izvori sredstava finansijskih kompanija sastoje se iz komercijalnih papira, bankarskih kredita i akcija. Na kraju, mešovite finansijske organizacije uključuju: državne i poludržavne kreditne agencije za finansiranje i osiguranje specijalnih trgovinskih i investicionih aranžmana, investicione i brokerske kuće za pospešivanje finansijskih investicija i razne minijaturne organizacije kao što su zalagaonice.[736]

U strukturi štedionica dominiraju (1) Zajedničke štedne banke, (2) Štedno-kreditna udruženja i (3) Kreditne unije. "Zajedničke ili mešovite štedne banke spadaju u depozitne nebankarske finansijske organizacije, koje u osnovi imaju kooperativni karakter i glavni zadatak pospešivanje i mobilizaciju atomizirane štednje u društvu. Ovim finansijskim organizacijama upravljaju štediše i depozitari, iako oni nisu formalni vlasnici i ne postoji institut akcionarstva. Ostvareni neto prihodi se prema određenim ključevima raspodeljuju štedišama i depozitarima. Otuda su ovo neprofitne finansijske institucije za razvoj i unapređenje štednje najsitnijih depozitara. Osnivane su i funkcionisale sa specijalnim statusom, koji ne podleže uslovima formiranja i delovanja banaka... Zajedničke štedne banke ne mogu izdavati vrednosne hartije i tako obezbeđivati dugoročne izvore finansijskih sredstava. Takođe, po pravilu ne mogu koristiti kredite i druge pozajmice kao što je to slučaj sa bankama i nekim drugim finansijskim institucijama. Za ove institucije važe dosta restriktivni uslovi privlačenja dopunskih finansijskih fondova, što je donekle kompenzovano liberalizacijom državne regulacije i obezbeđivanjem ugovaranja većih kamatnih stopa na depozite u odnosu na bankarske kamate... Formirana finansijska sredstva se najvećim delom usmeravaju za finansiiranje stambene izgradnje, potrošačkih kredita i kupovinu državnih i privrednih obveznica. U SAD oko 2/3 plasmana se usmerava u vidu stambenih kredita ("mortgage loans") dok se ostali deo plasira na tržištu kapitala, potrošačke kredite i ostale vrste finansijske aktive. Na strani plasmana uglavnom ne postoje

[736] Dr S. Jović, Bankarstvo, Naučna knjiga. Bsograd. 1990. st. 72-73.

stroge restrikcije kao u slučaju formiranja fondova. Generalno važi princip obezbeđivanja sigurnosti poslovanja a ne profitabilnosti. Usled toga, ove institucije odobravaju stambene kredite po nižim ili preferencijalnim kamatnim stopama, u odnosu na tržišne, što je povezano sa nižim stopama oporezivanja odnosno obezbeđivanje poreskih koncesija ovim ustanovama. ali i sa osnovnom strategijom formiranja niske stope prihoda i visokog stepena stabilnosti depozita.[737]

Štedna i kreditna udruženja (Saving and logan Associations) formiraju se pak u vidu akcionarnih ili mešovitih (zajedničkih) finansijskih organizacija. Pri tome, jasno su "razgraničene grupe štediša u odnosu na grupaciju korisnika kredita, a upravljačka struktura je vezana za stope uloženih depozita ili fondova. Institucije su članice odgovarajućih osiguravajućih organizacija za osiguranje i obezbeđenje sigurnosti depozita. Sredstva ovih institucija su inače stabilna budući da je najveći deo uloženih depozita srednjoročnog i dugoročnog karaktera. Zbog svoga legalnog statusa institucije raspodeljuju depozitarima i ulagačima dividende umesto kamatnih prinosa, iako za subjekte ova terminološka dietinkcija nema važnosti. Izvori sredstava ovih institucija sastoje se uglavnom iz dugoročnih i štednih depozita, koja se formiraju na osnovu specijalnih metoda atraktivnog apsorbovanja viškova štednje u društvu. Konkurentnost u odnosu na banke i ostale finansijske organizacije postiže se preko većih i varijabilnih kamatnih stopa i putem korišćenja šire strukture oročavanja depozita. Na ovaj način se mogu postići bolji odnosi između kamatonosnosti i likvidnosti štednje subjekata, što je bitio za formiranje stabilnijih i većih stopa rasta depozita. Svoj finansijski potencijal institucije mogu da povećaju i preko pozajmica kod specijalnih finansijskih i bankarskih organizacija, uz plaćanje tržišnih kamatnih stopa. Organizacije akcionarskog tipa mogu da izdaju i plasiraju dugoročne hartije kao dopunski izvor formiranja svojih finansijskih izvora. U najnovije vreme metodi povećanog apsorbovanja štednje ostvaruju se preko uvođenja kamate na neoročene depozite, terminala za automatizovani transfer depozita i sve prisutnijeg pristupa na tržište kapitala. Ubedljivo najveća proporcija plasmana otpada na stambene kredite, na koje institucije u SAD usmeravaju 4/5 svojih ukupnih portfelja odnosno plasmana. Sa povećanim prilivom sredstava kod ovih finansijskih organizacija povećava se i obim plasiranih stambenih kredita i oživljava ukupno tržište gradnje i finansiranja stambene privrede. Na ovaj način se tradicionalno održava njihova prevashodna funkcija privlačenja lokalnih izvora štednje za finansiranje lokalne stambene privrede, iako se u novije vreme ide na politiku bolje disperzije plasmana u namenskom i širem regionalnom smislu. To se delimično postiže preko zahteva da se drže povećane likvidne rezerve u obliku vrednosnih papira.[738]

Kreditne unije, isto tako, pripadaju strukturi depozitnih nebankarskih finansijskih organizacija koje se bave mobilizacijom i koncentracijom disperzione štednje. "To su starateljske. kooperativne i neprofitne finansijske organizacije, čiji

[737] Ibidem, st. 74-75.
[738] Ibidem, st. 75-76.

su članovi najčešće iz kruga istovrsnih profesija, zanimanja ili teritorija. U odnosu na prethodne dve, ova vrsta finansijskih organizacija je novijeg datuma, manjeg obima i znatno veće brojnosti. Članovi biraju svoje organe upravljanja i rukovođenja. Supervizorstvo nad njihovim poslovanjem može biti lokalnog, regionalnog ili nacionalnog karaktera, u zavisnosti od veličine i udruženosti ovih organizacija. Kreditne unije mogu da se udružuju u specijalne vrste asocijacija, koje obezbeđuju informativne, savetodavne i finansijske usluge. Depoziti mogu biti osiguravani kod posebnih vrsta osiguravajućih finansijskih organizacija. Kreditne unije posluju po principima samofinansiranja i volonterskog angažovanja članova. usled čega su operativni troškovi vrlo niski. Nema garantovanih dividendi ili prihoda članovima. Kreditne unije mogu pozajmljivati sredstva kod drugih organizacija, ali samo do 50% svoga kapitala. Uživaju veće poreske povlastice nego prethodne depozitne finansijske organizacije. Na depozite se ugovaraju fiksne kamatne stope koje su uglavnom iznad tržišnih kamata, što je bio važan razlog za povećani rast štednje. Članovi kreditnih unija po pravilu su iz krugova sa relativno niskim dohocima i sa slabijom orijentacijom na tržišne mehanizme i instrumente ulaganja svoje ušteđevine... U strukturi plasmana dominiraju potrošački, a ne stambeni. krediti. pošto ove organizacije ne mogu odobravati kredite sa rokovima dospelosti iznad deset godina. U suštini ove finansijske organizacije nastoje da izmire dva nekoizistentna cilja: da privlače depozite i štednju preko većih kamatnih stopa a da odobravaju kredite uz relativno niže kamatne stope. Posebna teškoća proističe iz činjenice da potrošački krediti srazmerno nose najveće troškove. zbog odnosa između manjeg obima kredita i fiksnih (operativnih) troškova kreditiranja.[739]

Osiguravajuća društva, kao i tzv. penzioni fondovi, sistematizuju se u okviru grupacije institucija za razvoj ugovorene štednje. "Postoje osiguravajuće organizacije za osiguranje života i organizacija za osiguranje imovine. Zajedničke karakteristike su u stalnom i stabilnom prilivu sredstava u vidu uplata premija osiguranja, na osnovu čega se formiraju veoma stabilni iznosi sredstava za finansiranje osnovie namene. Sredstva su dugoročnog karaktera, formira se na osnovu izdavanja i transfera hartija od vrednosti. Formirani dohodak se ne oporezuje ukoliko se organizacije pridržavaju principa poslovanja i ako 90% dohotka raspodeljuju na svoje participante. Postoje četiri vrste ovih organizacija: investicione kompanije sa fiksnim fondovima, investicione kompanije zatvorenog tipa, kompanije otvorenog tipa i investiciono starateljstvo u oblasti realne imovine. Prve tri finansijske organizacije kupuju akcije i obveznice na osnovu fondova uloženih od strane novčanih investitora (krajnjih štediša), dok četvrta organizacija plasira mobilizovane fondove u realnu imovinu. Investicione kompanije sa fiksnim fondovima su znatno smanjile svoje učešće na tržištu kapitala u poslednjim decenijama, usled rigidnosti u poslovanju, fiksiranih rokova dospelosti plasmana,

[739] Ibidem, st. 76-77.

nemogućnosti retransfera holdinga i sl. Investicione kompanije zatvorenog tipa ("closed-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 starateljske organizacije ("real estate investment trust") ulažu svoje fondove u finansiranje stambenih i građanskih kredita, dok se u pogledu mobilizovanja sredstava ne razlikuju od prethodnih finansijskih organizacija. Finansijske kompanije obuhvataju tri tipa specijalizovanih nebankarskih finansijskih organizacija: 1) za finansiranje prometa trajnih dobara; 2) za finansiranje potrošnje i 3) za odobravanje specijalnih zajmova. Organizacije za finansiranje prodaje trajnih dobara u prvom redu finansijski potpomažu kupovinu automobila i drugih trajnih dobara na osnovu formiranja posebnih programa otplata korišćenih zajmova. Kompannje za finansiranje potrošačkih rashoda odobravaju specijalizovane i sitne kredite potrošačima u cilju premošćavanja gepa između tekućih dohodaka i tekuće potrošnje. Treći tip finansijskih kompanija odobrava specijalizovane zajmove privrednim preduzećima koja nisu imala dovoljan stepen kreditne sposobnosti za dobijanje bankarskih kredita. Praksa ovih finansijskih organizacija pokazuje specifičnu strukturu izvora i kapitala, koja se znatno razlikuje u odnosu na ostale finansijske organizacije. Osnivački kapital čini trećinu ukupnih fondova. Dodajni finansijski potencijal formiraju na osnovu mobilizacije sredstava na tržištu novca i kapitala, korišćenja bankarskih kredita, izdavanja kratkoročnih vrednosnih papira i sl. Osiguravajuće organizacije i banke uglavnom plasiraju viškove slobodnih finansijskih sredstava u kupovinu kratkoročnih vrednosnih hartija finansijskih kompanija, u cilju držanja finansijskih portfelja visoke sigurnosti i likvidnosti. Svojom aktivnošću finansijske kompanije povezuju tržište novca i kapitala i pomažu procese usklađivanja kratkoročnih i dugoročnih kamatnih stopa. Ona pomažu normalno poslovanje maloprodajne trgovinske mreže putem obezbeđivanja potrošačkih kredita i kratkoročnih poslovnih kredita malim preduzećima.

Starateljski fondovi su specifične institucije kojima poslovno upravljaju posebna starateljska odeljenja poslovnih banaka, sa ciljem da se formirana finansijska štednja plasira na siguran i fiksan način. Kod plasiranja mobilizovanih sredstava respektuje se pravilo brižljivog i sigurnog izbora ("prudent man rule") za obezbeđenje razumnog dohotka i očuvanje uloženog kapitala. Najveći deo fondova plasira se u vidu zajedničkog osnivačkog kapitala, obveznice, stambene zajmove i sl. Institucije za organizovanje ugovorne štednje i finansijskih investicija potpomažu stabilnost finansijskog tržišta, povećani priliv štednje društva u finansijske kanale i stabilnost tražnje i cena odgovarajućih tržišnih hartija. Ove finansijske organizacije pomažu u formiranju tzv. dugoročnog horizonta ukupnog investiranja štednje, budući da obezbeđuju veći priliv novih finansijskih resursa u odnosu na normalni odliv i da postoji čvrsta tendencija rasta obima njihovih bilansa. Naime, prema konceptu dugoročnog horizonta investiranja zanemaruju se

kratkoročne oscilacije cena vrednosnih hartija i u potpunosti respektuju dugoročni trendovi formiranja cena i kurseva hartija, što je veoma važno za održavanje sekularnih tendencija rasta cena hartija od vrednosti i stimulaciju preduzeća da srazmerno veće proporcije svojih dohodaka izdvajaju za investiciona ulaganja. Paralelno sa tim, smanjuje se kamatna stopa i tako omogućava olakšano finansiranje razvoja realnih investicija u privredi.

Ostale finansijske organizacije deluju najčešće kao državne agencije za formiranje krupnijih finansijskih resursa i finansiranje specijalizovanih oblasti ekonomske aktivnosti. Ove institucije posluju pod sponzorstvom državne administracije i odobravaju preferencijalne kredite za finansiranje, naročito, poljoprivrede i urbane privrede. Najveći značaj se pridaje razvoju benesriciranog finansiranja stambene izgradnje u poljoprivredi i urbanim prostorima, naročito za pomaganje stanogradnje za slojeve stanovništva sa najnižim dohocima. Ove institucije odobravaju direktno povoljne kredite odgovarajućim kategorijama stanoviištva i stimulišu ostale finansijske organizacije na povećanje obima stambenog kreditiranja. Na ovaj način je teret subvencionog kreditiranja vezan za državne agencije, dok banke i tržišne finansijske organizacije primenjuju pune ekonomske i finansijske kriterijume transfera i plasmana sredstava. U sumarnoj oceni nebankarskih finansijskih organizacija treba istaći njihovu važnost u pogledu razvoja kompleksnosti i dubine finansijskog tržišta, što je bitio za povećanje štednje i akumulativnosti, kao i stabilnosti ukupnog finansijskog sistema. Depozitne nebankarske finansijske organizacije povećavaju mobilizaciju kratkoročnih, likvidnih i sigurnih finansijskih sredstava i doprinose razvoju kompetptivnosti na novčanom tržištu. Institucije za razvoj ugovorne štednje obezbeđuju trajnu potporu za rast dugoročnih, kvalitetnih i stabilnih finansijskih fondova. što je osnova za uravnoteženje na sektoru investicije - akumulacije. Institucije za finansijske investicije formiraju mešavinu kratkoročnih i dugoročnih finansijskih resursa i obezbeđuju suptilno pokrivanje eventualnih deficita na pojedinim segmentima finansijskog tržišta. Konačno, ostale organizacije obezbeđuju sredstva za subvenciono finansiranje vitalnih oblasti društvenog života.[740]

[740] Ibidem, st. 78-8.

GLAVA DRUGA

POSLOVNE FINANSIJE I FINANSIJSKO POSLOVANJE

1. POSLOVNE FINANSIJE PREDUZEĆA

Poslovne finansije ili finansije preduzeća - firme su: 1) Sistem novčanih tokova u društvenoj reprodukciji preduzeća: 2) Kružno kretanje novčanih sredstava u sferi proizvodnje. razmene. raspodele i potrošnje; 3) Finansijski odnosi između preduzeća, ekonomskih subjekata u privredi i društva u celini, između organizacionih i radnih jedinica i radnih delova unutar složenih preduzeća: 4) primanje, čuvanje, izdavanje, raspodela i upotreba finansijskih sredstava i 5) finansiranje tekućih i razvojnih potreba i programa preduzeća.

Finansijski odnosi uspostavljaju se između različitih i brojnih privrednih i vanprivrednih subjekata u društvenoj reprodukciji. Osnove zasnivanja finansijskih odnosa su, takođe, brojne i raznovrsne: kupovina i prodaja robe i usluga udruživanje sredstava, zajednička ulaganja, uzimanje i vraćanje kredita, zajednički dohodak, raspodela dohotka, plaćanje poreza, doprinosa, ugovornih i zakonskih obaveza, finansiranje investncija (ulaganje u osnovna sredstva i trajna obrtna sredstva), saniranje gubitaka itd.

Finansijski odnosi se uspostavljaju između privrednih organizacija, zadruga, društveno-političkih zajednica, javnih fondova, bankarsknh, finansijskih i osiguravajućih organizacija, zadruga, i drugih organizacija i institucija. Razlikuju se unutrašnji finansijski odnosi, koji funkcionišu unutar privredne organizacije, između njenih osnovnih organizacionih delova i unutar složenog preduzeća, i eksterni (spoljni) finansijski odnosi, koji funkcionišu između preduzeća i između preduzeća i društveno-političkih zajednica, fondova, bankarskih, finansijskih i osiguravajućih organizacija, i ostalih organizacija i institucija.[741]

U centru finansijskog odnosa je novac, odnosno novčana sredstva.[742] Organizacija za novac nabavlja sve što je potrebno za normalno odvijanje procesa proizvodnje i za reprodukovanje uloženih eredstava. Realizacijom robe i usluga osnovna organizacija udruženog rada oslobađa uložena novčana sredstva za nove proizvodne programe, za proširenje materijalne osnove rada, za zadovoljavanje ličnih i zajedničkih potreba radnika i za alimentiranje opštedruštvenih i zajedničkih potreba. Time se zalazi u problematiku sticanja i raspoređivanja dohotka i uspostavljanja dohodoviih odnosa. Dobit je osnov i izvor finansiranja preduzeća,

[741] B. Defrančeski, Finansijsko poslovanje organizacija udruženog rada, Savremena administracija, Beograd. 1989
[742] Ibidem.

pa i finansijske funkcije i finansijskih tokova privrednih organizacija. Novčani odnosi su osnov za uspostavljanje finansijskih odnosa. Pošto dohodak sintetizuje i ekonomsku i finansijsku stranu društvenih rezultata rada, to i reintegrisani dohodovii i finansijski odnosi odslikavaju i ekokomske i finansijske tokove u društvenoj reprodukciji.

Učenje Marksa o kružnom kretanju kapitala i njegovom pretvaranju iz robnog u novčani oblik otvorio je perspektivu razumevanja dužničko-poverilačkih odnosa i novčanih tokova u društvenoj reprodukciji. Novčanim sredstvima se otvaraju potraživanja i zatvaraju dugovanja preko uplate i isplate novca ili plaćanja koja prema vrsti i nameni u preduzeću, delimo na novčana sredstva za redovno poslovanje (novčana sredstva u poslovnom fondu i novčana sredstva koja potiču iz amortizacije) i namenska novčana sredstva (sredstva u rezervnim fondovima i sredstva u fondovima zajedničke potrošnje).

Finansijskim poslovanjem preduzeća (firme) nazivamo: 1) Celokupno poslovanje novčanim sredstvima: 2) Poslove prikupljanja i plasiranja finansijskih sredstava: 3) Izvršavanje zadataka finansijske funkcije; 4) Sprovođenje finansijske politike; 5) Obavljanje poslova finansijske evidencije, finansijske analize i finansijske kontrole i 6) Finansijsko planiranje i upravljanje.[743] Finansnjsko poslovođenje, se odnosi na uspešno vođenje finansija preduzeća, koje se i ogleda u finansijskoj snazi preduzeća, a to je:

- trajna sposobnost plaćanja od koje zavisi postojanje preduzeća na tržištu.
- trajna sposobnost finansiranja, kao prikupljanja kapitala i
- pribavljanje sredstava od drugih pod povoljnijim uslovima i
- istovremeno sposobnosti vraćanja na vreme,
- trajna sposobnost investiranja kao efikasno i uspešno ulaganje sredstava u procese poslovanja i razvoja.
- trajna sposobnost povećanja imovine vlasnika na osnovu rezultata (dobiti i/ili drugih kategorija rezultata).
- trajna sposobnost zadovoljavanja finansnjskih interesa učesnika preduzeća, pored vlasnika. menadžera i zaposlenih, tržišnihi finansijskih učesnika, učesnika iz društvene infrastrukture za njihovo finansiranje (iz javnih finansija i iz poslovnih, odnosno tržišnih odnosa) i države (javne finansije). Srž finansijskog upravljanja i poslovođenja ogleda se u vođenju finansijske politike preduzeća kao pomoći u vođenju politike preduzeća.[744]

[743] Dr S. Vukić (Red.), Finansijsko upravljanje u organizacijama udruženog rada. Kljiževne novine, Beograd. 1979.

[744] Dr J. Kralj, Finansijsko upravljanje i finansijsko poslovođenje u uslovima tržišne privrede, Knjigovodstvo 8-9/90 st. 131.

1.1. Upravljanje poslovnim finansijama versus finansijski menadžment

Ako se pod poslovnim finansijama podrazumevaju odnosi i procesi reprodukovanja finansijskog kapitala preduzeća u funkciji ostvarivanja poslovnih i razvojnih ciljeva privrednih subjekata, onda je celokupan finansijski kapital, kojim raspolaže preduzeće (bez obzira u kom je obliku i ko je njegov krajnji vlasnik), predmet upravljanja poslovnim finansijama.[745] "Zadatak finansijskog upravljanja i upravljanja poslovnim finansijama jeste da kreira i ostvaruje politiku optimalnog finansijskog plasmana uz očuvanje pune likvidnosti, tj. sposobnosti preduzeća da sve dospele obaveze isplaćuje na način i o rokovima koji su utvrđeni ugovorima ili zakonom... Kao optimalno plasiranje (ulaganje) finansijskog kapitala smatra se ono koje u datim uslovima obezbeđuje da se ovaj oplođava po najvišoj mogućoj stopi rentabilnosti uz najniže troškove i rizike[746]. Prema tome. generalni cilj upravljanja poslovnim finansijama (odnosno finansijskom menadžmentu) jeste oplodnja finansijskog kapitala preduzeća po maksimalnoj stopi rentabilnosti ulaganja. bez obzira da li se radi o sopstvenom kapitalu (svojina vlasnika, odnosno akcionara). pozajmljenim resursima (bankarski krediti) i tzv. sredstvima u obračunu, i bez obzira da li se radi o raspoloživom (likvidnom) kapitalu u novčanom obliku ili o angažovanom kapitalu. To je ujedno i centralni motiv finansijskog preduzetništva, koji faktički "diriguje" finansijskom menadžmentu davodi računa o ugledu preduzeća na tržištu (Goodvill), o kreditioj sposobnosti firmi i o stručnim kodovima za poslove finansijskog menadžmenta. Zato je i kreiranje i ostvarivanje politike optpmalnih finansijskih plasmana uz dinamičko održavanje optimalnog stepena likvidnosti preduzeća fundamentalni cilj upravljanja poslovnim finansijama.[747]

U tom sklopu, valda je tzv. parametarska osnova za upravljanje poslovnim finansijama u tržišnim ekonomijama, kao numerički izražene veličine (odnosi) u formi pokazatelja stanja i kretanja lkvidnosti preduzeća. Pokazatelji likvidnosti su od posebnog značaja za regulaciju finansijske ravnoteže preduzeća finansijske aktivnosti firme. strukture kapitala kompanije troškova finansiranja preduzeća i finansijskog rezultata firme. Parametri finansijske ravnoteže jesu bilansi koji reflektuju odnos između potrebnih i realnih (raspoloživih) finansijskih resursa u likvidnom obliku u vidu racionalnih ciljeva, odnosno koeficijenata po kriterijumu razvojnih projekata, vrsta finansijskih sredstava, obračunskih jedinica, ročnosti finansijskih sredstava, namena finansijskih resursa i dinamike angažovanja.

Bilansiranje potrebnih i raspoloživih likvidnih sredstava valja podesiti i po rokovima dospeća, odnosno unapred utvrđenom dinamikom priliva i odliva finansijskih sredstava, s tim što kvantitativni odnos između potrebnih i raspoloživih

[745] Dr B. Orlović, Upravljanje poslovnim finansijama, Ekonomika 3/91. st. 54-59.
[746] Ibidem, st. 55.
[747] Opširnije: R.A. Brealy I S.C. Mayers, Principles of Corporate Finnance, Mc Graw-Hill, New York, 1991.

sredstava (koeficijent) u svakom roku dospeća po razvojnom projektu mora iznositi 1. To pak implicira između bilansa potrebnih i raspoloživih likvidnih sredstava u godišnjem (tekućem), operativnom (mesečnom) i dnevnom programu. U obračunskim jedinicama u okviru godišnjih mesečnih i dnevnih planova svuda valja izraditi bilanse po vrstama i iznosima finansijskih resursa, po valutama i načinima pribavljanja sredstava po namenama sredstava, po ročnosti, po dinamici angažovanja sredstava kako bi angažovani kapital postao likvidan nakon racionalno obavljene funkcije i efikasno obavljenog poslovanja firme.

Indikatori finansijske aktivnosti preduzeća (parametri, pokazatelji) programiraju se po fazama poslovnog procesa kako bi se u svakoj fazi reprodukcije koeficijent obrtanja finansijskih sredstava povećavao uporedo sa smanjenjem troškova finansiranja i povećanja tržišne konkurentnosti i akumulativne i reproduktivne sposobnosti preduzeća.[748] U tom sklopu, pokazatelji za kontrolu troškova finansiranja inkorporiraju stopu ukupnih troškova finansiranja u odnosu na ostvarenu bruto dobit i koeficijent pokrića kao odnos ostvarenog kvantuma dobiti u odnosu prema iznosu anuiteta i troškova finansiranja; dok indikatori za kontrolu finansijskog rezultata anglobiraju odnose između kvantuma neto dobiti i iznosa prosečno angažovanih obrtnih sredstava (stopa) i između iznosa neto dobiti i iznosa ukupno angažovanog sopstvenog kapitala.

Konačno, "pokazatelji za regulaciju strukture finansijskog kapitala se koriste kao koeficijenti: (a) stepena finansijske autonomije (odnos između pozajmljenih i sopstvenih iznosa finansijskih sredstava. (b) ročnosti zaduženosti (dugoročni i kratkoročni krediti u odnosu na sopstvena sredstva), (c) vrsta i osnova zaduženosti (hipoteke. zaloge. garancije. menica) i (d) fondova za isplatu anuiteta (odnos između priliva likvidnih sredstava u fondove anuitetne službe i obaveza za isplatu anuiteta).[749]

U savremenom svetu, racionalna politika finansijskih plasmana i efikasna politika likvidnosti po pravilu se oslanjaju na emisiju, kupovinu i prodaju hartija od vrednosti. "Emisija akcija omogućuje da se poveća kapital i finansijski potencijal preduzeća. Emisija obveznpca omogućuje da se pribave srednjoročna ili dugoročna finansijska sredstva za finansiranje većih poslovnih ili razvojnih projekata... Kupovina i prodaja hartija od vrednosti predstavlja način da se privremeno slobodna finansijska sredstva plasiraju u hartije s visokom krenditom. i da se, pri tome, ne ugrozi održavanje likvidnosti preduzeća (jer se hartije mogu brzo prodati ili u slučaju padanja stope krendite jednih, zameniti drugim.[750] No, za to je potrebno postojanje dobro organizovane efektne, devizno-valutne i robne berze sa kompenzacionim kasama i obračunskim zavodima, specijalizovane finansijske ageture, razvijeno investiciono bankarstvo, razvijeno tzv. kalkulativno knjigovodstvo (koje je postalo ključni instrument upravljanja finansijskim poslovanjem firme),

[748] P.K. Ethvard, Managing the Factory, Basil Blackwell, Oksford, 1987.
[749] Dr B. Orlović, op. cit.. st. 56.
[750] Dr B. Orlović, Upravljanje poslovnim finansijama, Ekonomika, 3/91., str. 57.

razvijena kompjuterizovana informatička i komunikacijska tehnologija u operativnom finansijskom menadžmentu, diversnfikovana mreža agencija za finansijsko-ekspertne usluge, agencije za finansijsku reviziju i arbitražu: agencije za finansijski marketing i inženjering, i agencije za poreski konsalting i fiskalni menadžment.[751]

Pre nego što se uđe u igru treba znati da je finansijski biznis velika uzbudljiva alternativa samozapošljavanje sa brzim tržišnim igračima.[752] Finansijsko tržište je prava ratna arena, jer se na berzama novca i kapitala permanentno uključuju sveže jedinice i isključuju žrtve. To je prvenstveno igra na finansijski dobitak u oblasti ulaganja kapitala u rizične poduhvate. Tržišna sloboda je ovde pravo bogatstvo finansijskih izbora sa mnoštvom kombinacija i alternativa. Različite sume angažovanog kapitala, različiti troškovi finansiranja, različiti nivoi dobiti, različite stope prinosa i različite klopke rizika vode različitom uspehu ili neuspehu, bogatstvu ili bankrotstvu, novom izazovu ili razočarenju.

Zato svaki finansijski menadžer treba da prođe kroz test preduzetnih osobina i menadžerskih vrlina da bi "osetio i izmerio" sopstvenu sposobnost za vođenje biznisa i rizične tržišne igre na dobitak. U tom testu su naročito važne sledeće osobine:

1. Kreativnost i sposobnost.
2. Upornost i istrajnost.
3. Duh istraživanja i eksperimentisanja.
4. Vizionarstvo i inicijativa.
5. Nezavisnost i autonomnost.
6. Opsednutost idejom i samopotvrđivanjem.
7. Sintetičko mišljenje i držanje svih detalja u glavi.
8. Samouverenost i motivisanost.
9. Ubedljivost u iznošenju ideja i zamisli.
10. Fleksibilnost i otvorenost.
11. Spremnost na saradnju i pravljenje koalncija.
12. Pravilan izbor kadrova i partnera.
13. Pravovremena procena rizika i maksimalna odgovornost,
14. Identifikovanje resursa i efikasno finansiranje poslova.
15. Verovanje u sebe, svoju stručnost i svoj rad.

Sve ovo je veoma važno znati, jer su mnogi u zabludi kada misle da je menadžerima jedina preokupacija velika zarada - novac. Prenebregava se, dakle, činjenica da su menadžeri najviše opsednuti imperativom opstanka. s obzprom da samo ta iskonska borba za opstanak, u krajnjoj instanci, kod uspešnih menadžera rezultira novcem i blagostanjem. To treba znati i upamtiti jednom za svagda, jer je "najteže zaradnti prvi milion dolara" u životu, radu i biznisu.

---

[751] Uporedi: F.C. Jeger i N.E. Sciz, Financial Institution Managemnet, Englewood Cliffs, Prentice-Hakk., 1989.

[752] Opširnije: D.K. Eticman i A.I. Stonebill, Multinational Busines Finance, Addision- Veslev Publishing Company, N.York, 1989.

2. FUNKCIJE POSLOVNIH FINANSIJA

Funkcije poslovnih finansija preduzeća mogu se sistematizovati na sledeći način:

1. Efikasno osiguranje procesa rada potrebnim novčanim sredstivima;
2. Namensko i racionalno korišćenje finansijskih sredstava;
3. Planska raspodela ostvarenih sredstava;
4. Obezbeđenje finansijske stabilnosti i ravnoteže;
5. Ostvarenje finansijske evidencije i kontrole;
6. Sprovođenje samostalne finansijske politike.

Efikasno obezbeđenje procesa rada potrebnnm novčanim sredstvima odnosi se na pribavljanje finansijskih sredstava za finansijsko poslovanje u potrebnom iznosu, u predviđenom roku i za utvrđene namene i funkcije poslovne politike firme. Namensko i racionalno korišćsnje sredstava implicira angažovanje novčanih sredstava za funkcionisanje sredstava u procesu rada. realizaciju gotovih proizvoda i usluga i reprodukovanje poslovnih sredstava na principima ekonomičnosti, rentabilnosti i produktivnosti. Planska raspodela ostvarenih sredstava odnosi se na upotrebu novčanih sredstava za zadovoljavanje potreba proširene reprodukcije i rasta preduzeća, ličnih i zajedničkih potreba radnika i opštedruštvenih i zajedničkih potreba društva. Obezbeđenje finansijske stabilnostn i ravnoteže nemoguće je bez stabilne finansijske situacije,[753] stabilnih finansijskih odnosa sa kupcima i dobavljačima i uravnoteženog stanja novčanih sredstava na računima.

Funkcije obezbeđenja novčanih sredstava, namenske raspodele sredstava i racionalne upotrebe sredstava vezuju se za finansijsku politiku kao skup načela, metoda, propisa, mera i instrumenata u procesu sprovođenja poslovnih odluka i realizaciji ciljeva i zadataka poslovnih finansija. Organizovano i plansko prikupljanje novčanih sredstava i njihovo trošenje je finansijska delatnost privredne organizacije. U tom smislu. finansijsko poslovanje ima za polaznu osnovu novčani promet. u čijem su središtu plaćanja obaveza i naplate potraživanja. Finansijsko poslovanje u užem smnslu je poslovanje povezano sa novcem i sa njegovom manipulacijom. Ostali finansijski poslovi, vezani za vođenje finansijske evidencije, za sastavljanje poslovnih i finansijskih obračuna, za finansijsku analizu i finansijsku kontrolu, pripadaju domenu finansijskog poslovanja u širem smislu. Ovi poslovi čine sadržinu računovodstvene funkcije i stoga se kvalitativno razlikuju od poslova koji opredeljuju finansijsku funkciju preduzeća.

---

[753] Finansijska situacija definiše se kao stanje finansijskih odnosa i kao obim i struktura finansijskih tokova firme. Uobičajeno je, međutim, da se likvidnost i solventnost, tretiraju kao osnovna obeležja stabilne finansijske situacije preduzeća i uravnoteženosti finansijskih tokova i odnosa. Stabilna finansijska institucija (stabilni finansijski odnosi) i finansijska ravnoteža (ravnoteža finansijskih tokova) zapravo pandan likvidnosti (kao izmirenju plaćanja u roku i sposobnosti plaćanja i mogućnosti izmirenja finansijskih obaveza celokupnim raspoloživim sredstvima).

Fundamentalni cilj svake zdrave finansijske politike preduzeća jeste dugoročno oblikovanje stabilne finansijske snage firme, koja inkorporira (1) Sposobnost finansiranja i povećanja pmovine, (2) Sposobnost plaćanja i investiranja, i (3) Sposobnost maksimiranja dobitka na srednji i dugi rok. Sposobnost (kapacitet) finansiranja preduzeća reflektuje sposobnost mobilizacije sopstvenog kapitala, akumuliranjem neto dobitka i emitovanjem akcija, i kratkoročno - dugoročnim zaduživanjem firme; dok sposobnost permanentnog povećanja imovine reprezentuje dugoročno uvećanje imovine (prirast) preduzeća. odnosno vlasnika ili suvlasnika firme, koji su uložili kapital i koji očekuju njegovo stalno reprodukovanje na uvećanim osnovama (dobici). Kapacitet (sposobnost) plaćanja implicira trajnu finansijsku osposobljenost firme da u svakoj vremenskoj sekvenci isplaćuje dospele obaveze, da u svakom trenutku vraća pozajmljena sredstva o roku dospeća i da u svakoj situaciji likvidna sredstva nadilaze dospele obaveze preduzeća; dok kapacitet investiranja (investicioni kapacitet) po pravilu reprezentuje rentabilio ulaganje sredstava u tekuće poslovanje preduzeća i u rast firme na trajnim, stabilnim i dugoročnim osnovama. Konačno, sposobnost maksimiranja dobitka jeste vrhunski cilj zajedničkih interesa vlasnika firme, menadžerskog tipa preduzeća. radnika i poverilaca preduzeća, i države, ali i centralni kriterijum boniteta preduzeća.

Pribavljanje novca i kapitala jeste centralni posao finansijske funkcije preduzeća. U tom sklopu, novac reflektuje novčana sredstva koja se koriste u kraćim vremenskim sekvencama - u pravlu do godine dana: dok kapital reprezentuje novčana sredstva koja se koriste u dužem vremenskom periodu - u pravilu preko godine dana. U teoriji i praksi, egzistiraju dva metoda mobilizacije (mogućnosti pribavljanja) novca i kapitala. i to: interne i eksterne mogućnosti: "Interne mogućnosti pribavljanja nedostajućeg novca i kapitala su: prodaja dela preduzeća, prodaja nekog osnoviog sredstva koje nije preko potrebno, prodaja kupljenih deonica od drugih preduzeća i banaka i prodaja potraživanja. Eksterne mogućnosti pribavljanja nedostajućeg novca i kapitala su: emisija kratkoročnih hartija od vrednosti, emisija dugoročnih hartija od vrednosti zaključenja ugovora o trajnom ulogu trećih lica. zaključenje ugovora o kreditu (kratkoročnom ili dugoročnom) i zaključenje lizing aranžmana.[754]

Pribavljanje novca i kapitala vrši se pod određenim uslovima u čijem epicentru stoji cena. koja fundira u različitim oblicima. Cena pribavljenog kapitala putem prodaje preduzeća (dela) jeste stopa neto dobitka na sopstveni kapital tog dela firme koji se prodaje i za koji se bilansira finansijski rezultat. Cena kapitala putem prodaje osnoviog sredstva jeste pak. "oportunitetni trošak u visini stope neto dobitka na sopstveni kapital". Cena pribavljenog kapitala putem prodaje kupljenih deonica (akcija) je. isto tako. oportunitetni trošak u visini stope dividende. Cena pribavljenog kapitala putem prodaje potraživanja jeste pak diskontna stopa koja se odobrava u neposrednom procesu prodaje. Cena zakupa jeste faktička

[754] Dr. J.Rodić, Poslovne finansije, Ekonomika, Beograd, 1991., str. 15.

cena lizing aranžmana, dok je kamatna stopa cena pribavljenog novca i kapitala putem zaključivanja ugovora o kreditu po fiksnoj kamati ili po varijabilioj kamatnoj stopi na finansijskom tržištu u momentu otplate duga. Cena pribavljenog kapitala putem trajnog uloga jeste stopa naknade na ulog u fiksnoj ili varijabilioj formi. Konačno, cena pribavljenog kapitala putem emisije akcija jeste stopa dividende. pri čemu prodaja emitovanih akcija iznad njihove nominalne vrednosti - čime se ostvaruje premija ,koja povećava sopstveni kapital - ne predstavlja osnovicu za raspodelu dividende.[755]

3. FINANSIJSKO POSLOVANJE PREDUZEĆA

Priroda finansijskih tokova firme opredeljuje specifičnu sadržinu finansijskog poslovanja osnovnih organizacija udruženog rada, od kojih treba istaći sledeće:[756]

1. Pravnu,
2. Institucionalnu,
3. Ekonomsku,
4. Novčanu.
5. Administrativno-finansijsku, i
6. Plansku sadržinu.

Finansijski poslovi odlikuju se pravnom, strogo formalnom sadržinom, kojom se opredeljuje forma finansijskih poslova iz koje proističu prava i obaveze regulisane zakonskim propisima. Institucionalna sadržina finansijskih poslova proističe iz društveno-ekonomskih odnosa.

Ekonomska sadržina finansijskih poslova proističe iz činjenica da su svi novčani tokovi izvedeni iz ekonomskih tokova, rezultata privređivanja i dohodovanja. Osnovna organizacija udruženog rada je ključni subjekt privređivanja, stožer dohodoviih odnosa, ćelija udruživanja sredstava. Finansijski odnos je novčani izraz poslovnih, ekonomskih odnosa, nadgradnje dohodovnih odnosa i odraz dužničko-poverilačkih odnosa, Sadržina finansijskih odnosa determinisana je materijalnim odnosima u društvenoj reprodukciji, u kojoj novčani tokovi opslužuju sve faze procesa reprodukcije u preduzeću.

Celokupno finansijsko poslovanje privredne organizacije ima novčanu sadržinu. Finansijski poslovi u firmi vezani su za novčani promet, tj. za funkcije novca u društvenoj reirodukciji. Zapravo, finansije u robnonovčanim odnosima i označavaju novčanu stranu kupovina i prodaja, odnosno robnog prometa, novčanu stranu kontrole, analize i evidencije, novčanu stranu planiranja i finansiranja, raspodele dohotka i nagrađivanja prema radu i društvenim rezultatima rada, ekonomske stabilizacije i privrednog razvoja itd. Zakon o preduzeću obavezuje sve

[755] Ibidem.
[756] B. Defračanski, op cit., str 85

firme i radnike da rezultate svoga rada i poslovanja iskazuju novčanim pokazateljima i da poslovanjem društvenim sredstvima za proizvodnju, kao i svojim tekućim i minulim radom, reprodukuju novčana sredstva za zadovoljenje ličnih i zajedničkih potreba radnika, za alimentiranje opštedruštvenih i zajedničkih potreba društva, za obezbeđenje rezervi, za proširenje materijalne osnove rada, kao i za nadoknadu utrošenih sredstava u reprodukciji. Administrativno-finansijska sadržina poslovnih finansija, odnosno finansijskih poslova firme, ogleda se u cirkulaciji finansijskih dokumenata koji su zakonski propisani u formalno suštinskom smislu, u angažovanju rada i angažovanju radnika na administrativnim poslovima i u formiranju finansijske službe.

Planska sadržina finansijskih poslova firme ogleda se u planskom usmeravanju materijalno-finansijskih odnosa u društvenoj reprodukciji udruženog rada. Planiranje materijalnih i finansijskih tokova i robnonovčanih odnosa u privredi. u Marksovom smislu, ogleda se u tome da "udruženi proizvođači racionalno urede promet materije sa prnrodom, da ga dovedu pod svoju zajedničku kontrolu, umesto da on njima gospodari kao neka slepa sila. da ga vrše s najmanjim utroškom radne snage i pod uslovima koji su najadekvatniji njihovoj ljudskoj prirodi".[757] Planiranje poslovnog i finansijskog rezultata je pravo, obaveza i dužnost radnika svake firme, kojim se usklađuju materijalni i finansijski odnosi u društvenoj reprodukciji i povezuju materijalni i finansijski planovi razvoja firme sa društvenim planovima ekonomskog i socijalnog razvoja nase zemlje.

4. FINANSIJSKA SITUACIJA FIRME

Finansijska situacija preduzeća smatra se posledicom njenog načina finaniranja i samog poslovanja, na koju utiču brojni faktori: interni (unutrašnji) i eksterni (spoljašnji). Unutrašnji faktori nastaju u samoj organizaciji u vezi sa krajnjim zadatkom, na primer, u vezi sa nabavkom i prodajom robe. Spoljni faktori se nalaze obično u sferi finansiranja, na primer, krediti od banaka, njihova veličina i uslovi dobijanja.

Finansijska situacija se utvrđuje ispitivanjem:

1. finansijske sigurnosti,
2. likvidnosti i
3. angažovanja sredstava u pojedinim oblicima poslovnih sredstava.

Finansijska sigurnost, sa stanovišta preduzeća, podrazumeva takvo

finansiranje koje osigurava neprekidno normalno izvršavanje zadataka. Finansijska sigurnost, sa stanovišta kreditora, podrazumeva mogućnost preduzeća da isplati svoje obaveze. Finansijska sigurnost uslovljena je finansijskom samostalnošću i nezavisnošću poslovanja firme od sredstava iz tuđih izvora.

[757] K. Marks. Kapital, II tom, Kultura, Beograd, 1948. str. 711-712.

Pod likvidnošću se podrazumeva mogućnost da se raspoloživim novčanim sredstvima pravovremeno isplate dospele obaveze. Likvidnost može biti sadašnja i perspektivna. Sadašnja je ona koja pokazuje trenutnu mogućnost isplate dospelih obaveza.

Angažovanje sredstava u pojedinim oblicima poslovnih sredstava jeste suština poslovanja, jer neprekidna transformacija sredstava iz jednog oblika u drugi prouzrokuje permenantno menjanje količine pojedinih sredstava. Upravo. od odgovarajuće količine, kao i vrste sredstava, zavisi opseg izvršenja zadataka. Tako veća količina sredstava omogućava izvršenje većeg obima zadataka. a samo izvršenje zadataka menja količinu i vrstu pojedinih sredstava. Ako količina sredstava nije u skladu sa potrebama. onda se to odražava na proces poslovanja. Prema tome. neprekndna dinamika održavanja odgovarajuće količine i strukture sredstava jeste problem poslovanja. Da bi se sagledala finansijska situacija u organizaciji udruženog rada treba ispitati strukturu poslovnih sredstava. S obzprom daje njihova struktura vrlo složena, treba utvrditi veliki broj pokazatelja radi njihovog bližeg definisanja.

4.1. Finansijska struktura preduzeća

Konstrukcija finansiranja ili finansijska struktura podrazumeva kombinacije sredstava iz sopstvenih izvora, udruženih, pozajmljenih, tućih i bespovratnih sredstava. Pri tome. kvalitet pojedinih izvora sredstava ocenjuje se na bazi raspoloživosti i cene sredstava. Kod ocene raspoložnvosti sredstava sagledava se stabilnost pojedinih izvora sredstava sa stanovišta roka raspolaganja sredstvima. načika raspolaganja sredstvima, uslova korišćenja sredstava i načina otplaćivanja korišćenih sredstava.[758] Kod ocene sredstava kalkuliše se sa troškovima pribavljanja i sa troškovima korišćenja sredstava sa stanovišta rentabilnosti, likvidnosti, sigurnosti i stabilnosti finansijskog poslovanja preduzeća.

Optimalna konstrukcija finansiranja podrazumeva izbor one strukture izvora sredstava koja omogućava najpovoljniju kombinaciju rentabilnosti, likvidnosti i sigurnosti poslovanja s jedne i stabilnost finansiranja i razvoja s druge strane. Takva kombinacija izvora sredstava osigurava najjeftinije finansiranje, uz uredno izmprenje dospelih finansijskih obaveza.

U optimalizaciji finaisnjske strukture bitna su pitanja optimalnog nivoa zaduživanja. proporcija kratkoročnih i dugoročnih izvora finansiranja i odnosa internih i eksternih izvora sredstava. U finansijskoj praksi ova su pitanja od esencijalnog značaja za finansijsku funkciju. Kod nivoa zaduživanja bitii su cena zaduženja, uslovi zaduženja i dospelost zaduženja, kod odnosa internih i eksternih sredstava bitio je da eksterna sredstva ne prelaze 1/3 ukupno raspoloživih sredstava za reprodukciju ostvarenih tekućim poslovanjem; kod odnosa kratkoročnih i

[758] Dr I. Vitez, Finansijsko poslovanje u radnoj organizaciji, Informator, Zagreb, 1971.

dugoročnih izvora sredstava bitio je sagledavanje ovih odnosa sa stanovišta rentabilnosti i likvidnosti, strukture sredstava i strukture ulaganja.

Finansijska ravnoteža preduzeća postoji onda kada su sredstva po obimu i roku vezanosti jednaka izvorima finansiranja po obimu i roku raspoloživosti. U pitanju je, dakle i kratkoročna i dugoročna finansijska ravnoteža. "Kvaititativno, kratkoročnu finansijsku ravnotežu izražava odnos likvidnih i kratkoročno vezanih sredstava, s jedne, i kratkoročnih obaveza, s druge strane, dok dugoročno finansijsku ravnotežu izražava odnos dugoročno vezanih sredstava, s jedne, i sopstvenog (trajnog) kapitala uvećanog za dugoročne obaveze i dugoročna rezervisanja, s druge strane".[759]

Sa stanovišta teorije i prakse ulaganja novca i kapitala preduzeća važno je vreme imobilizacije ulaganja. koje može biti trajno, kratkoročno i dugoročno. Trajno imobilisana ulaganja jesu ulaganja u zemljište, u trajna obrtna sredstva, i trajna ulaganja u druge firme. Kratkoročno imobilisana ulaganja odnose se na ulaganja u sezonske zalihe i kratkoročna potraživanja. Dugoročno imobilisana ulaganja jesu pak osnovna sredstva i dugoročni finansijski plasmani.

4.1.1. Finansijska struktura i cena izvora finansiranja

Preduzeća u procesu ulaganja sredstava u poslovnu strategiju i preduzetničku funkciju koriste različite oblike finansiranja, odnosno različite izvore resursa, koji se iskazuju u pasivi bilansa stanja (kao refleksije finansijske strukture i strukture kapitala). Finansijska struktura u poslovnoj funkciji reprezentuje kvantitativni i kvalitativni odnos između sopstvenih i pozajmljenih izvora finansiranja; dok odnos između sopstvenih izvora i dugoročnih dugova nominuje strukturu kapitala. Finansijska struktura je različita za pojedine oblike preduzeća. Najjednostavniju finansijsku strukturu ima vlasničko preduzeće (inkosno i ortačko). U tom preduzeću ukupne izvore kapitala čine pozajmljeni kapital (kratkoročne obaveze i dugoročni dugovi) i sopstveni kapital (kapital jednog vlasnika) ako je inokosno preduzeće, odnosno kapital više vlasnika ako je ortačko preduzeće...

Najrazuđeniju finansijsku strukturu imaju akcionarska preduzeća. Ona se, naime, finansiraju kapitalom pribavljenim iz eksternih i internih izvora. U okviru eksternih izvora javlja se pozajmljeni i akcijski kapital. Pozajmljene izvore čine kratkoročni i dugoročni dugovi, dok se akcijski kapital pribavlja emisijom i prodajom običnih i preferencijalnih akcija. Interne izvore finaisiranja čine akumulacija i amortizacija.

Bez obzira o kojoj vrsti preduzeća se radi, svaki od oblika finansiranja trebalo bi da ima svoju cenu. Kod pojedinih oblika finansiranja ta cena će predstavljati realni trošak finansiranja (kamata, dividenda obična i preferencijalna), dok će kod akumulacije i amortizacije ta cena predstavljati oportunitetni trošak finansiranja. Realni trošak finansiranja pretpostavlja stvarno izdavanje gotovine

[759] Dr. J. Rodić, Poslovne finansije, Ekonomika, Beograd. 1991. st. 331.

za plaćanje kamate i dividende, dok oportunitetni trošak finansiranja predstavlja, u stvari, propušteni prinos najbolje odbačene eksterne alternative i ne pretpostavlja izdavanje gotovine."[760]

U strukturi kapitala akcionarskog preduzeća (akcionarsko društvo) participiraju dugoročni dugovi, akcijski kapital emisija običnih i preferencijalnih akcija), amortizacija i akumulirani dobitak. Dugoročni dug jeste novčana obaveza sa rokom dospeća posle 12 meseci (godina dana), a najčešće od 5-20 godina. "Dugoročni dugovi predstavljaju značajan segment finansiranja u strukturi kapitala preduzeća. Ta struktura, za razliku od finansijske strukture, obuhvata samo dugoročne dugove i trajne izvore iz kojih se finansiraju dugoročna ulaganja u poslovna sredstva, obrtna i fiksna. Prisustvo dugoročnog duga može da stimuliše povoljno dejstvo finansijskog "Leverage-a" na rentabilnost trajnog kapitala, što s ogleda u povećanju stope prinosa na akcijski kapital, odnosno neto dobitka po emitovanoj običnoj akciji. S obzprom da dugoročni dug zbog efekta oporezivanja spada u red jeftinijih izvora finansiranja u strukturi kapitala, to daje mogućnost preduzeću da njegovim razumnim korišćenjem utiče na sniženje prosečne cene kapitala kao investicionog kriterijuma i na taj način inteizivira svoju investicionu i ukupnu poslovnu aktivnost.[761]

Obične akcije predstavljjaju trajni eksterni izvor finansiranja, čija se nominalna vrednost utvrđuje prilikom njihove emisije. Njihova tržišna vrednost formira se na tržištu kapitala. Obične akcije glase na donosioca čija dividenda predstavlja prinos od držanja tih akcija, kojima se formira akcijski kapital. Dividenda se isplaćuje iz neto dobitka. odnosno iz dobiti nakon oporezivanja.

Preferencijalne akcije jesu likvidni izvor finansiranja, pošto su slične sa običnim akcijama i obveznicama. Fiksna preferencijalna divndenda i preče pravo na neto dobitak i sredstva jesu naličja sa obveznicama i običnim akcijama. Sličnost egzistira sve dok se, sa stanovišta analize finansijske strukture, preferencijalne akcije ne tritiraju kao dug i enterni izvor sopstvenog kapitala (što zavisi od toga da li se analiza vrši za potencijalne kupce običnih akcija ili za potrebe kupaca obveznica).

Akumulirani dobitak je kvalitetan segment tekućeg neto dobitka u funkciji povećanja sopstvenih izvora poslovnih sredstava. Taj deo akumuliranog neto dobitka za potrebe rasta firme treba procentualno determinisati u dugoročnoj strategiji razvoja.

Amortizacija jeste interni izvor finansiranja. pošto reprezentuje proces transformacije osnovnih sredstava u obrtna sredstva (gotovina) u redovnom toku poslovne strategije firme. Deo gotovine u visini troškova amortizacije nalazi se u isplaćenim prihodima od prodaje. Prezentirani izvori finansiranja imaju svoju cenu. U tom smislu, cena dugoročnog duga jeste cena duga koja treba da bude jednaka diskontnoj, odnosno kamatnoj stopi koja izjednačava tekuća neto pri-

[760] Dr M. Ivanišević: Oblici finansiranja i cena izvora finansiranja. Knjigovođstvo 7/92. str. 18
[761] Ibidem, str. 19.

manja preduzeća iz toga izvora finansiranja sa sadašnjom vrednošću budućih izdataka na ime kamate i otplate glavnice, korigovanoj za očekivani efekat poreza na dobit:[762]

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

gde su: K_i - cena dugoročnog duga, i - kamatna stopa, t - stopa poreza na dobit. "Pošto se kamata priznaje kao trošak poslovanja, cena duga posle oporezivanja manja je od cene duga pre oporezivanja. Razlog tome nalazi se u srazmerno manjim izdacima na ime poreza. Ovo predstavlja jedan vid uštede za preduzeće i obično se kaže da država plaća deo poreza preduzeća... Kod direktnih kreditnih aranžmana cena duga pre oporezivanja, po pravilu, jednaka je ugovorenoj kamatnoj stopi. Međutim, kod emisije i prodaje obveznica cena duga pre oporezivanja biće jednaka nominalnoj kamatnoj stopi samo ako je tekuća kamatna stopa, odnosno tržišna stopa kapitalizacije jednaka nominalnoj kamatnoj stopi.[763]

Cena kapitala od emisije običnih akcija obično se kvantifikuje po modelu konstantnog rasta dividende. Tada tržišta cena običnih akcija iznosi:

$$P_o= \quad D_1 / (k-g)$$

gde su: Po - sadašnja vrednost akcije, D1 - iznos dividende, k - stopa kapitalizacije, g - stopa rasta dividende i tržišne cene akcije. No, kada se saberu troškovi emisije i kotacije (R)1 onda cena akcijskog kapitala iznosi:

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

gde je R - trošak emisija, A akcije i kotacija. "Cena akcijskog kapitala (Ke), prema tome, mogla bi se definisati kao diskontna stopa, odnosno interna stopa prinosa koja izjednačava sadašnju vrednost izdavanja gotovine po osnovu dividende sa sadašnjom tržišnom cenom akcije. odnosno neto primanjem gotovine iz tog izvora finansiranja. Prema tome, Ke je prosto stopa kapitalizacije po kojoj tržište vrednuje tok prinosa nastao ulaganjem dodatnog akcijskog kapitala.[764]

Cena kapitala od emisije preferencijalnih akcija, kao izvora finansiranja, polazi od neto primanja gotovine od prodaje preferencijalnih akcija i od izdavanja gotovine po osnovu preferencijalne dividende. Diskontna stopa, koja izjednačava sadašnje vrednosti oba toka gotovine, zapravo, reprezentuje cenu kapitala od emisije preferencijalnih akcija:

$$K_p= D_p / P_p$$

[762] Dr D. Krasulja, Finansijska efektiviost i finansiranje investicija, Beograd, Naučna knjiga. 1977. str. 16-17.
[763] Dr M. Ivanišević. op. opt., st. 20.
[764] G.A. Aragon, Financial Menagament, Allvin Bacon, Boston, 1989. Str., 147-148.

gde su: K_p- cena kapitala od emisije preferencijalnih akcija, D_p - očekivana godišnja povlašćena dividenda, P_p - tržišna cena preferencijalnih akcija. Pošto se preferencijalna dividenda plaća iz dobitka posle oporezivanja... cena kapitala od emisije ovih akcija veća je od cene duga, s obzprom da se kamata plaća iz dobitka pre oporezivanja. Prema tome za razliku od dugoročnog duga, kod preferencijalnih akcija ne postoje efekti oporezivanja koji bi uticali na smanjenje cene ovog kapitala.[765]

Cena akumuliranog kapitala jeste stopa priiosa koju očekuju držaoci običnih akcija. što znači da se cena akumuliranog dohotka faktički izjednačava sa cenom kapitala iz emisije običnih akcija. "Tržišna cena akcija će ostati nepromenjena ako se na uloženi akumulirani dobitak ostvari stopa prinosa koja odgovara ceni akcijskog kapitala. Ukoliko se akumulirani dobitak uloži uz stopu prinosa nižu od cene akcijskog kapitala, tržišna cena akcija će pasti. U ovom slučaju za akcionare bi bolja alternativa bila da se ukupni neto dobitak isplati kroz dividende. Na taj način tržišna cena akcija bi ostala nepromenjena iako bi stopa rasta neto dobitaka i dividende bila nula.

Međutim, akcionari će ostvariti nižu stopu prinosa nego što je cena akcijskog kapitala jer će na primljenu dividendu morati platiti porez, a isto tako moraće platiti troškove posredničke provizije prilikom ulaganja tog kapitala. Zbog toga se cena akumuliranog dobitka može izračunati na sledeći način:

$$k_r = k_e(1-T)(1-B)$$

gde je k_r, očekivani prinos na akumulirani dobitak (cena akumuliranog dobitka), k_e cena akcijskog kapitala, T marginalna stopa poreza koju plaćaju akcionari na ukupan prihod i V procenat posredničke provizije.[766]

Konačno, cena sredstava amortizacije može da zavisi od izbora preduzeća između reinvestiranja sredstava amortizacije u tekuće poslovanje i distribucije sredstava amortizacije kreditorima i akcionarima (u zavisnosti od toga da li je stopa prinosa veća ili manja od prosečne cene kapitala. "To znači da bi cena sredstava amortizacije morala biti jednaka bar prosečnoj ceni kapitala preduzeća (ponderisanoj prosečnoj ceni internih i eksternih iznosa finansiranja) i da. Praktično, prosečna cena kapitala preduzeća istupa kao oportunitetni trošak sredstava amortizacije.[767]

4.2. Novčano tržište i tržište finansijskih sredstava

Svaka privredna organizacija utvrđuje svoje novčane tokove koje planskim putem smanjuje ili ubrzava i održava minimalna novčana sredstva za likvidnost. Međutim, pojavljuju se viškovi ili manjkovi likvidnih sredstava i,

[765] Dr M. Ivanišević, op. cit.. st. 21.
[766] Ibidem. st. 22.
[767] Isto. st. 22.

samim tim, javlja se potreba da se oni odstrane.[768]Tu mogućnost upravo pruža novčano tržište, čija je osnovna funkcija da izravnava viškove i manjkove likvidnosti obrtnih sredstava i da zadovoljava potrebe za likvidnim sredstvima svakog preduzeća. Banke. kao finansijski posrednici na novčanom tržištu, posreduju u prelivanju likvidnih sredstava od mesta gde se pojavljuju viškovi na mesta gde se pojavljuju dodatne potrebe.[769]

Prvi nivo novčanog tržišta nalazi se unutar složenog preduzeća, gde se prvenstveno izravnavaju viškovi i manjkovi između radnih delova unutar iste celine. U ovom krugu vrši se pozajmljivanje sredstava, pa je krug poslovnih partnera zatvoren.

Drugi nivo novčanog tržišta nalazi se u bankama. Poslovne banke prihvataju viškove likvidnih sredstava, nastalih izravnavanjem u zatvorenom krugu organizacija udruženog rada i plasiraju ih među svoje čalnice.[770] Na ovaj način krug učesnika je prilično širok ali još uvek zatvoren. Zbog toga izravnavanje viškova likvidnih sredstava još uvek nije potpuno uspešno, što iziekuje dalje proširenje kruta. Uspešnost izravnavanja viškova likvidiih sredstava i potreba za njima postiže se na dva načina. U prvom slučaju pojedini krugovi ili njihovi članovi traže mogućnost direktnog izravnavanja sa drugim krugovima iz istog nivoa, tj. drugog preduzeća. Tu se vrši direktno - neposredno kreditiranje i udruživanje sredstava među bankama. Ovaj put naročito uhodan u prodaji robe. tj. u robnom prometu.

U drugom slučaju uspešnost izravnavanja viškova likvidnih sredstava postiže se međusobnim kreditiranjem poslovnih (osnovnih) banaka. Dalje tzv. slojevitost novčanog tržišta ispoljava se na nivou i u okviru banaka.

Konstituisanje tržišta novca i kapitala, i pored višegodišnjeg dogmatskog odnosa prema ovom tržištu u našoj teoriji i politici, treba da osigura "prošireno reprodukovanje društvenih sredstava", njihovo realno vrednovanje kao činilaca proizvodnje. uz bolju kombinaciju faktora proizvodnje (rad i kapital) u razvojnoj orijentaciji preduzeća. Istovremeno, ovo tržište treba da osigura i veću mobilnost akumulacije, njenu efikasniju upotrebu, ali i veći dotok iz privatnog sektora (stanoviištva) i iz inostranstva u proizvodne tokove privrede.

U pogledu ograničavajućih faktora na području novca, smatramo, treba posebno istaknuti da je privreda ostala bez novca za tekuće poslovanje i da trenutno raspolaže sa svega oko 2-3% sopstvenih novčanih obrtnih sredstava. Poslovanje privrede bez kredita banaka nije moguće. Privreda mora da uzima bankarski kredit (od kojeg zavisi gotovo 100%) i za redovno poslovanje. Odnosi na tržištu novca su danas takvi da privreda kod banaka koristi oko 100% kredita, dok kod banaka formira svega oko 17% tekućeg novca i svega oko 10% štednje (dugoročnih depozita).

---

[768] Dr J. Rodić, Poslovne finansije, Ekonomika, Beograd. 1991, str. 331-332.
[769] Grupa autora: Finansijska funkcija u organizacijama udruženog rada, Informator, Zagreb, 19.40. str. 118.
[770] Ibidem, str. 118.

Disproporcije na novčanom tržištu su vrlo velike. Ovo posebno iz dva aspekta: 1) Odnos primariog i sekundarnog novca na strani privrede i 2) Sektorsko formiranje ponude i tražnje tekućeg računa.

Privreda je ostala i bez novca za redovno poslovanje.U hiperinflaciji, pokrenutoj troškoviim udarima postaje "normalno" da masa novca, posebno kada se sprovodi nekakav tip restriktivne monetarne politike, retko može da prati rast cena. Potpuno "ogolela" privreda, koja raspolaže sa svega oko 2-3% vlastitih obrtnih sredstava, mora da uzima kratkoročne kredite banaka za tekuće poslovanje. Tako se kamatama izvlači iz privrede gotovo sva akumulacija, a u nekim granama i celi dohodak. Novac i kredit postaju kontraproduktivn faktori reprodukcije. Naime, bez stvaranja novih vrednosti i dohotka, uzimanje kredita za tekuće poslovanje mora da osigurava dohodak za vraćanje kredita, plaćanja ogromnih kamata, ali i da osigura proces ukupne raspodele (plaćanje poreza, doprinosa, ličnih dohodaka). Bez dodatnih ulaganja i novih realnih kvalitetnijih investicija (koje su učešćem od 9% u društvenom proizvodu, pale ispod nivoa investicija u razvijenim kapitalističkim državama. ali i u zemljama u razvoju) nema izlaska iz krize, prestrukturiranja privrede i dinamiziranja rasta. To je davno poznato iz brojnih teorija ekonomskog razvoja. To je "moguće" novim povećanjem cena. Rast cena već u sledećoj sekvenci mora biti veći od rasta kamata, jer se moraju pokriti i sva druga izdavanja iz dohotka i nabujali troškovii impulsi, što otvara trku cena i troškova kamata. U punom "pogonu" je krizno-inflatorni model rasta!

Kada se radn uravnotežavanja ponude i tražnje novca u privredi. banke usmere na povlačenje novca (radi stabilizacije privrede. odnosno antiinflacione politike). najpre se mora povlačiti novac (ili kredit) od privrednih preduzeća kao glavnih (osnovnih) korisnika kredita, da bi privreda, konačno, ostala bez novca za redovno poslovanje. dok drugi sektori (država, stanovništvo, banke) zadržavaju novac. Ravnoteža na tržištu novca se teško uspostavlja, osim kroz ograničenje proizvodnje i investicija, a to znači po cenu razvoja. Tržište novca je ograničeno uglavnom preko delovanja sledećih faktora (a to su istovremeno i stvarne zapreke za njegovo stvarno funkcionisanje);

1. Nedostatak novca u sektoru privrednih preduzeća, bez koga nije moguće normalno poslovanje, ali ni proces stvaranja robe i usluga (dakle robno tržište);

2. Predimeizionisana kreditna zavisnost privrede kod banaka (ali i međusobno) postaje sve veći teret;

3. Izrazito visoka cena novca na tom tržištu, posebno u uslovima visoke inflacije, tako da je, iz navedenih razloga, privreda bez obzira na cenu novca primorana da formira visoku tražnju novca. bez kojeg nije u stanju da normalno posluje. Tražnja novca i kredita nije u funkciji stvaranja novih proizvoda i rasta proizvodnje, već održavanja tekuće reprodukcije i raspodele inflatornog dohotka u ostale (neproizvodne) sektore;

4. Novčano tržište u takvim odnosima nije u stanju da uravnotežava ponudu i potražnju novca;

5. Finansijski sistem je tako postavljen da dovodi do stalnog odliva novca iz sektora privrede u druge sektore zbog čega privreda koristi kredite i pozajmljuje novac na novčanom tržištu da bi kroz sistem raspodele dohotka podmirila sve druge sektore (stanoviištvo, država, banke).

Drugi bitan sastavni deo ukupnog tržišta novca i kapitala jeste tržište kapitala (ili tržište štednje, odnosno akumulacije. Na ovom tržištu se, teornjski je to dobro istraženo, javljaju ponudioci i tražioci kapitala. To su sektori ponude i sektori tražnje.[771] Upravo je funkcija tržišta kapitala da osigura optimalno kretanje akumulacije iz sektora s viškovima štednje na sektore s većim ulaganjem (investiranjem) u odnosu na vlastitu formiranu akumulaciju.

Tržište kapitala upravo treba da omogući da se ovaj finansijski višak sa drugih sektora prenese na sektor preduzeća kao glavnog korisnika kapitala. Glavni subjet koji je do sada to učinio bile su poslovne banke. Privreda je zbog toga prema bankama visoko kreditio zavisna, dok je upotreba i efikasnost korišćenja kapitala bila niska.

Kreditni oblik korišćenja štednje preko tržišta kapitala stvorio je visoko zaduženu privredu (bez vlastitog kapitala za razvoj), tako da se u novim pravcima usavršavanja tržišta kapitala klasičan kreditni oblik nastoji dopuniti i većim delom zameniti tržištem akcija. obligacija i drugim dugoročnim vrednosnim papirima. Takvo tržište kapitala (berze) danas uspešno funkcioniše u razvijenim kapitalističkim (tržišnim) privredama. Njegove prednosti u alokaciji sredstava, efikasnom korišćenju, stvaranju trajnih izvora sredstava za finansiranje preduzeća i sl. treba iskoristiti. Međutim, u razvoju takvog tržišta kapitala (tržište vrednosnih papira) javljaju se određeni ograničavajući faktori, bar u ovoj fazi razvoja, na koje je ovde potrebno ukazati:[772]

1. Vrlo visoka nestabilnost privrede i tipična hiperinflacija - koja onemogućava dugoročna ulaganja i formiranje štednje iz raspodele dohotka.

2. Izrazito niska profitna stopa koja se u poslednjim godinama kreće između nule i 2%, što je daleko ispod realne kamatne stope.

3. Nepravilan odnos stope inflacije i stvarne. a ne revalorizacione, kamatne stope.

4. Nepovoljan odnos prihoda od akcija (dividendi) i kamate u bankarskom sistemu, što je jedan od osnovnih ograničavajućih faktora u pretvaranju novčanog kapitala u finansijski kapital (akcije).

5. Politička nestabilnost, što je bitan faktor visoke stope rizika, koju treba "dodati" na realni prinos na ustupljeni kapital.

---

[771] Ovaj problem smo šire istražili u radu Dr S. Komazec: „Društveni kapital, Finansiranje reprodukcije i ekonomska stabilnost, IRO Zrinski, Čakovec, 1984.

[772] Na ove probleme smo širs ukazali u Zborniku radova: Hartije od vrednosti i finansijsko tržište, Vesnik Investbanke, Beograd, april-maj, 1989. str. 52-57

6. Nedovoljno poznavanje i malo iskustvo u poslovanju vrednosnim papirima, koje može da deformiše, ili čak poništi ovako fini i osetljivi mehanizam tržišta kapitala.

7. Nepodešen finansijski i poreski sistem tržištu kapitala - koji više deluju destimulativno.

8. Nedostatak i nestanak akumulacije u društvenom sektoru (osim u sektoru stanoviištva) za veći plasman, odnosno kupovinu akcija, a time i brže kretanje akumulacije unutar privrede i najrentabiliije investicije. Poslovne banke nastoje da se "transformišu" u akcionarska društva. pri čemu bn osnivači (privreda) svoja sredstva ostvarila kao trajni izvor sredstava banaka, uz davanje akcija. Strategija bi upravo trebalo da bude potpuno obrnuta: treba jačati stalni kapital preduzeća, a ne sredstva (više ili manje likvidna) blokirati u bankama, uz njihovo transformisanje u određeni "portfelj akcija". Finansijska struktura imovine preduzeća se istina, menja, ali realni - proizvodni kapital se pretvara u fiktivni. a neposredno stvaranje vrednosti zamenjuje prihodima na vrednosne papire. Ovaj pravac traži dublje kritičko preispitivanje sa svim konsekvencama koje iz navedenog proizlaze.

9. Nepodešena struktura imovine preduzeća za brze izmene te strukture prema zahtevima i reagovanjima tržišta kapitala i sl.[773]

4.3. Politika obrtnih sredstava i politika likvidnosti preduzeća

Obrtna sredstva definišu se kao deo poslovnih sredstava koja se jednokratnim ulaganjem mogu utrošiti u jednom reprodukcponom ciklusu. U obrtna sredstva ulaze predmeti rada, novčana sredstva, njihovi prelazni oblici, koji se jednokratnom upotrebom troše u poslovnom procesu i čija se vrednost preobražava iz novčanog oblika kroz kružni tok u novac. Novac i različiti oblici novca obuhvataju gotovinu u ulaganjima i u banci zatim valute, devize, čekove i menice, obveznice, blagajničke zapise i druge vrednosne papire. Prelazni oblici novca u robu obuhvataju avanse dobavljačima za obrtna sredstva, akontacije po službenom poslu, avanse po osnovu zajedničkih ulaganja obrtnih sredstava, kredite date kooperantima i akontacije ličnih dohodaka. Aktivna vremenska razgraničenja obuhvataju zalihe sirovina, materijala i sitnog inventara, sirovine i materijal, goriva i maziva, nabavljene poluproizvode i delove i sl. Prelazni oblici robe u novac odnose se na potraživanja od kupaca, potraživanja od osiguravajućih organizacija za štete na obrtnim sredstvima i kreditne odnose sa neposrednim potrošačima za prodatu robu. Konačno, obrtna sredstva se javljaju i u oblicima zaliha gotovih proizvoda, zaliha trgovačke robe u skladnštima, poluproizvoda sopstvene proizvodnje. itd.[774]

---

[773] Komazec S., Društveni kapital, finansiranje reprodukcije i ekonomska stabilnost, NITO Zrinski, Čakovec

[774] Dr J. Rodić i dr J. Marković, Poslovne finansije, Savremena administracija, Beograd, 1982. str. 141-454.

Veličinu i strukturu obrtnih sredstava opredeljuju način poslovanja, tehničko-ekonomske karakteristike poslovanja, racionalno raspolaganje sredstvima i izvorima sredstava i poslovni uspeh. Optimalna veličina obrtnih sredstava jeste najpovoljniji odnos između rezultata ulaganja i samih ulaganja radi postizanja minimalnih ulaganja za maksimalne rezultate. Maksimalni finansijski rezultat je, prema tome, kriterij optimizacije. U tom smislu, za upravljanje obrtnim sredstvima bitio je utvrditi potrebe za obrtnim sredstvima, sagledati raspoloživa obrtna sredstva, iskazati odstupanja raspoloživih od potrebnih obrtnih sredstava i doneti odgovarajuće poslovne odluke za eliminisanje odstupanja. Firma je likvidna ukoliko raspolaže većim novčanim sredstvima u od nosu na dospele obaveze. Stavljanjem u odnos novčanih sredstava za dospelim obavezama dobija se koeficijent likvidnosti koji može biti veći od 1 i manji od 1. Ukoliko je, npr. koeficijent likvidnosti veći od 1. organizacija udruženog rada je likvidna i obrnuto.[775]

Očuvanje likvidnosti je vrlo važan problem finansijske funkcije. U procesu rada, sredstva se transformišu prema Marksovoj šemi kružnog kretanja (N-R...P...R1-N1). Početni oblik sredstava je novac koji se pojavljuje u obliku novčanih sredstava na žiro-računu u obliku gotovine, čekova, menica i dr. Ova sredstva znaju svoju kratkoročnu i dugoročnu likvidnost u zavisnosti od toga kada i kako se mogu pretvornti u novac. Sve ostalo predstavljaju potraživanja i nenaplativa potraživanja. zalihe i sl. Nelikvidnost nastaje usled brojnih uzroka, od kojih su najvažniji neefikasna politika kreditiranja kupaca. nekontrolisano ulaženje u investiciona ulaganja, prekomerne zalihe, poremećaji u raspodeli, povećana isplata ličnih dohodaka, povećana izdvajanja za poreze i doprinose, restrikcije u monetarnoj i kreditioj politici, ostvareni gubici u poslovanju, porast cena, neusklađenost priliva i odliva finansijskih sredstava, nepovoljni izvori sredstava, visoke finansijske obaveze itd. Nelikvidnost, pod dejstvom navedenih uzroka, može se otkloniti ubrzanjem cirkulacije sredstava, prestruktuiranjem sredstava, kompenzacijom dela sredstava i obaveza prema izvorima, promenom rokova dospeća obaveza plaćanja prema izvorima i ubacivanjem dodatnih finansijskih sredstava u proces reprodukcije. To, pak, znači da je, u osnovi, potrebno voditi politiku optimalnih sredstava i politiku optimalne likvidnosti, kako bi u svakom trenutku firma mogla da odgovori svim dospelim kratkoročnim i dugoročnim, odnosno ukupnim obavezama.

Likvidnost je sposobnost firme da o riku dospeća isplati dospele obaveze. Trajna likvidnost zavisi od proliva i odliva gotovine, dok tekuća likvidnost zavisi od odnosa obrtnih sredstava i kratkoročnih obaveza. Za ocenu politike likvidnosti preduzeća, važna je trenutna i buduća likvidiost. Koeficijent trenutne likvidnosti (KTL) dobija se iz odnosa likvidnih sredstava prvog stepena (koja čine gotovinu, potraživanja po depozitnim računima po viđenju i hartije od vrednosti, koje su odmah unovčive)[776] i obaveza dospelih za plaćanje.[777]

---

[775] Dr P. Jurković (Red.). op. cit, str. 169—178.

[776] Sredstva drugog stepena likvidnosti čine hartije od vrednosti koje se za 30 dana mogu naručiti i

$$KTL= (G+D+HV) / O$$

gde su: G- gotovina u blagajni, D - depoziti po viđenju i oročeni depoziti. HV- hartije od vrednosti i O obaveze dospeća.

Buduća likvidnost se pokazuje koeficijentom ubrzane likvidnosti (KUL) i koeficijentom tekuće likvidnosti (KTL):[778]

$$KUL= (G+D+HV+PK) / OK ; \qquad KLT= OS / KO$$

gde su: G-gotovina u blagajni. D - depoziti po viđenju i oročeni depoziti po godinu dana, HV- hartije od vrednosti unovčive u roku do godine dana, PK - kratkoročna potraživanja sa rokom naplate do godinu dana. OK - kratkoročne obaveze sa dospećem za plaćanje do godinu dana, OS - obrtna sredstva i KO - kratkoročne obaveze.

Politika permanentnog održavanja likvidnosti nužno implicira respektovanje zlatnog bilansnog pravila u širem smislu i načela finansijske stabilnosti, održavanje kratkoročne i dugoročne, finansijske ravnoteže i usklađivanje mobilizacije, kratkoročno vezanih sredstava po roku i obimu sa dospećem kratkoročnih obaveza. "Ako su dugoročno vezana sredstva jednaka dugoročnim izvorima finansiranja, automatski su likvidna plus kratkoročno vezana sredstva jednaka kratkoročnim obavezama. Da bi se u takvim uslovima likvidnost permanentno održavala, finansijskom strategijom i taktikom mora se postići da mobilizacija kratkoročno vezanih sredstava po obimu i roku odgovora dospeću kratkoročnih obaveza, pri čemu će likvidna rezerva težiti nuli.[779]

4.3.1. Kratkoročna i dugoročna finansijska sredstva

Likvidnost firme jeste ilustrator kratkoročne finansijske ravnoteže pošto reflektuje sposobnost firme da u određenom roku odgovori svojim obavezama plaćanja. "Kratkoročna finansijska ravnoteža sagledava se komparacijom odnosa pojedinih oblika sredstava sa izvorima prema stepenu njihove platežne sposobnosti i vremenske dospelosti. Analiza kratkoročie finansijske ravnoteže vrši se na osnovu bilansa stanja čije se pozicije klasifikuju prema principu likvidnosti. Po njemu, pozicije aktive se prikazuju po redosledu opadajuće likvidnosti, a pozicije pasive prema principu rastuće dospelosti".[780] Pošto se analiza likvidnosti ipak svodi na analizu platežne sposobnosti firme, odnosno na pokazatelje momentalne likvidnosti, likvidnosti na rok i ukupne likvidnosti:

$$L_1 = OS / KO;$$

---

potraživalja od kupaca, dok sredstva trećeg stepena likvidnosti čine sva ostala obrtna sredstva.

[777] Dr J. Rodić, Poslovne finansije, Ekonomika, Beograd, 1991. Str. 69.

[778] Ibidem, str.69-72

[779] Ibidem, str.72-73.

[780] Ibidem, str. 69-72

$$L_2 = (NSoo) / KO \;;$$

$$L_3 = (OPON) / KO;$$

gde su: L_1 - pokazatelj ukupne likvidnosti,OS- obrtna sredstva, KO-kratkoročne obaveze. L_2, - pokazatelj momentalne likvidnosti, NS00 novčana sredstva u osnovnom obliku (čisti platežni oblici novca na nsiroračunu i u blagajni), KO - kratkoročne obaveze (dospele obaveze za plaćanje), L_3 - pokazatelj likvidnosti na rok, OPON - osnovii i prelazni oblici novca (novac na žiro-računu i u blagajni. hartije od vrednosti i potraživanja) i KO - kratkoročne obaveze. No. i pored toga. za finansijsku analizu firme je najvažniji pokazatelj ukupne likvidnosti, jer on "pokazuje sa koliko je obrtnih sredstava pokriven svaki dinar kratkoročnih obaveza". Tradicionalno normalan odnos glasi: odnos između obrtnih sredstava i kratkoročnih obaveza izražava se gotovo uvek sa 2:1.

Dugoročna finansijska ravnoteža reprezentuje kvantitativnu finansijsku izbalansiraiost između dugoročno angažovaiih sredstava i dugoročnih izvora. Ona se izvodi iz analize dugoročno vezanih sredstava, neto obrtnih sredstava i strukture kapitala. Dugoročna angažovana sredstva (dugoročna finansijska ulaganja, osnovna sredstva i robni oblici obrtnih sredstava-zalihe) finansiraju se dugoročnim iznosima (sopstveni kapital i dugoročne obaveze). "Analiza dugoročne finansijske ravnoteže vršn se na osnovu bilansa stanja čije se pozicije klasifikuju prema principu sigurnosti. Prema njemu, pozicije aktive se prikazuju prema redosledu rastuće likvidnosti, a pasive prema opadajućoj ročnosti".[781] Finansijska ravnoteža, međutim, može se analizirati i posredstvom odnosa neto obrtnog fonda i stalnih zaliha.

Za analizu finansijskog položaja firme važna je struktura kapitala (struktura pasive bilansa stanja), budući da finansijski položaj (pozicija, stanje, situacija) determiniše strukturu izvora finansiranja. U tom kontekstu, kapital (pasiva), sa vlasničkog odnosa, komponuje se sopstvenim (internim) i eksternim (pozajmljenim, tuđim) kapitalom. Zatoje važno strukturu kapitala posmatrati. Simultano, posredstvom pokazatelja sigurnosti (Si), pokazatelja zaduženosti (Za) i pokazatelja samostalnosti (Sa):

$$S_i = SK / UK \;\; x100$$

$$Z_a = PK / UK \;\; x100$$

$$S_a = SK / TK \; x100$$

gde su: SK - sopstveni kapital, UK - ukupan kapital, PK - pozajmljeni kapital, TK - tuđi kapital.

U ovoj analizi bitii su sopstveni izvori od čije strukture i intenziteta rasta zavisi vlastiti kapital, koji čini firmu finansijski nezavisnim i samostalnim poslovnim subjektom; Jer, jedino sopstveni kapital nije, po desriniciji opterećen

[781] Dr P. Bogetić, op., cit., str. 13

finansijskim rashodima. Samo pozajmljeni kapital reprezentuje tuđe vlasništvo sa očekivanom kamatom, procenat učešća pozajmljenog u ukupnom: kapitalu pokazatelj je zaduženosti preduzeća. U principu, manji stepen zaduženosti izraz je veće finansijske sigurnosti i samostalnosti i garantne sposobnosti i obratno: srazmerno veće učešće sopstvenog kapitala u strukturi izvora finansiranja ne mora a priri da znači i najrentabilniji metod finansiranja. Shodno tome postavlja se pitanje koja struktura kapitala obezbeđuje optimalni sistem finansiranja poslovanja preduzeća. Prema tradicionalnom shvatanju prihvatljiva je struktura kapitala u kojoj 50% čini sopstveni a 50% pozajmljeni kapital, u kojoj je odnos između sopstvenog i tuđeg kapitala zastupljen u relaciji 1:1: u pntanju je pravilo izravnanja rizika - pravilo jednakosti sopstvenog i tuđeg kapitala. Na ovaj način, smatra se, obezbeđuje se sigurnost naplate potraživanja odnosno isplate obaveza. Rečju, obezbeđuje se likvidnost.[782]

4.4. Finansijska ulaganja

Pod finansijskim ulaganjima podrazumevaju se ulaganja u potraživanja. Tim ulaganjima povećava se finansijska aktiva, odnosno stvara se imovina od koje se očekuje prihod, odnosno dohodak. Finansijskim ulaganjem stvara se u jednoj organizaciji aktiva, a u drugoj pasiva. Naime, u ovom slučaju prenosi se novac iz jedne organizacije u drugu i tako organizacija koja prima novac postaje dužnik, a ona koja daje postaje poverilac.[783]

Osnovna karakteristika finansijskih ulaganja jeste, u stvari, fiksni prinos, tj. kamata. Finansijska ulaganja mogla bi se definisati i kao oblik prenošenja viška novčane akumulacije koja nastaje nad ulaganjima u osnovna sredstva i zalihe. Dakle, ako je organizacija ostvarila višak finansijskih sredstava nakon podmirenja svih oblika potrošnje i ulaganja u investrrcije, onda se postavlja pitanje kako usmeriti i gde uložiti taj višak finansijskih sredstava. To može uraditi sama organizacija u direktnom koitaktu sa drugom organizacijom ili pak posredstvom banaka. Otuda i podela finansijskih ulaganja na novac, depozite kod banaka, obveznice banaka i sl.[784]

Pojedine vrste finansijskih ulaganja imaju i različita obeležja i značenja za pojednne organizacije i firme. Novac u obliku gotovine i depozitnog novca predstavlja najlikvidniji finansijski oblik i to mu daje prednost pred drugim oblicima ulaganja. Međutim, novac (gotovina i depozitni novac) je istovremeno i neproduktivan oblik finansijskih ulaganja i to je njegova slaba strana. Zbog toga treba naći ravnotežu između slabosti i prednosti novca kao finansijskog oblika ulaganja tako što će se pravilno planirati njegov obim. Na drugoj strani ulaganja u depozite kod banaka donose relativno visok fiksan prihod. veći je stepen sigur-

[782] Ibidem, str. 15.
[783] Dr J. Rodić. op. cit., str. 73.
[784] Dr V Zeremski, Upravljanje finansijskim sistemom u udruženom radu, Književne novine, Beograd, 1980.

nosti i stiče se prednost za korišćenje bankarskih kredita. Ipak, krediti su najunosniji oblik finansijskih ulaganja, jer se mogu u celini prilagoditi sredstvima u pogledu roka i osigurati njihovo vraćanje. Ovde spadaju i obveznice, jer su to zapravo krediti.

Kod finansijskih ulaganja mora se težiti optimalnoj strukturi po vrstama. jer je različit uticaj na poslovanje i finansijsku situaciju u preduzeću. Svaka firma mora naći svoju optimalnu strukturu ulaganja, jer ne postoji opštevažeća struktura ulaganja. Pri tome se, međutim, mora ravnati prema pravilnma ulaganja, gde je temeljna pravilna optimalna likvidnost. Na primer, favorizuju se ulaganja koja uz likvidnost pružaju unosan posao kao što su vrednosni papiri ili krediti. Međutim, u ekonomskoj praksi se kod finansijskih ulaganja kao osnovni kriterijumi uzimaju: (a) Sigurnost ulaganja, (b) Korisnost ulaganja. (c) Rok ulaganja. (d) Prilagodljivost posla i (e) Oporezivanje ulaganja.

5. FINANSIJSKA POLITIKA PREDUZEĆA

Domaći teoretičari na različite načine definišu finansijsku politiku preduzeća. i to: (1) Finansijska politika predstavlja svrsishodnu aktivnost usmerenu na izbor onog varijantnog rešenja finansijske strategije i taktike, puteva, mera i sredstava kojima se optimalno ostvaruje cilj finansijskog upravljanja - trajno ostvarivanje maksimalnih finansijskih rezultata poslovanja preduzeća, (2) Finansijska politika predstavlja aktivnost preduzeća na iznalaženju najpovoljnijih finansijskih rešenja radi postizanja maksimalnih finansijskih rezultata u ukupnom poslovanju preduzeća, (prof. Simonović), (3) Utvrđivanje finansijske situacije koju preduzeća treba da ostvari u jednom određenom vremenskom periodu, način njenog ostvarivanja i mere koje treba preduzimati, predstavljaju posebnu vrstu delatnosti preduzeća, odnosno njenih organa u oblasti finansija te organizacije. koja se naziva finansijska politika preduzeća (prof. Defrančeski). (4) Finansijska politika se definiše kao odlučivanje o osnovnim finansijskim ciljevima, uspostavljanje i održavanje optimalnih finansijskih odnosa u strukturi sredstava (aktiva) i izvora sredstava (pasiva),kao i optimalnih odnosa među delovima sredstava i delovima obaveza i načela finansijskog odlučivanja u ostvarivanju osnovnih finansijskih ciljeva (prof. Kralj) i (5) Finansijska politika preduzeća može se definisati kao ukupnost pravila ponašanja kod svih finansijskih operacija i dispozicija. Prema vremensko-genetičkom aspektu finansijska politika se deli na (a) Politiku finansiranja. (b) Investicionu politiku i (c) Tekuću finansijsku politiku. Sa vremenskog aspekta, finansijska politika se deli na dugoročnu politiku. Sa vremenskog aspekta, finansijska politika se deli na dugoročnu politiku strukture i na kratkoročnu politiku likvidnosti. Sa asepkta zadataka finansijske funkcije, finansijska politika

se deli na politiku nabavke, politiku upotrebe i politiku upravljanja kapitalom.[785] "Što se tiče sadržine politike finansiranja, ona je u literaturi različito interpretirana. U širem smislu shvaćena, obuhvata nabavku i disponiranje kapitala; u užem smislu, obuhvata sve mere jednog preduzeća koje menjaju obim apstraktnog (pasiva) i nstovremeno konkretnog kapitala (aktiva) ili samo sastav apstraktnog kapitala (promena strukture pasive). To su događaji: (1) Primanja kapitala kod osnivanja i proširenja, (2) Promene oblika kapitala, (3) Vraćanje kapitala i (4) Poravnanje gubitka. U osnovi mera koje pokreću pomenute promene kapitala nalaze se problemi: promene kvaliteta potrebe (vrsta kapitala, obezbeđenje kredita (pokriće rizika) i pokriće potreba (vrsta zajma, pravna forma, uslovi).

Investiciona politika obuhvata dugoročno ulaganje kapitala sa svim potrebnim prosuđivanjem, utvrđivanjem ciljeva i načelima. pri čemu treba imati u vidu da se vezivanje kapitala ne odnosi isključivo na postrojenska dobra (osnovna sredstva) već, na sva dobra (osnovna sredstva i zalihe), potraživanja i gotovinu, koji služe izvršenju učinaka i predmet su investicionog prosuđivanja.

Tekuća finansijska politika se često naziva politikom likvidnosti. Ona predstavlja skup potrebnih mera, koje treba da omoguće da preduzeće bude sposobno da u svakom trenutku ispuni bezuslovio dospele obaveze plaćanja; ona se u praksi javlja kao umeđe da se održi sposobnost plaćanja. Instrumenti za održavanje zahtevane likvidnosti su: (1) finansijska analiza, zasnovana na bilansu i finansijskom izveštaju, (2) račun vezivanja kapitala, (3) finansijski plan i (4) dnevni finansijski pregled.

U izvršavanju koncipirane politike finansijska funkcija je opterećena uticajem ne samo internih nego eksternih faktora, kao što su: tržište nabavke i prodaje, poverioci i fiskus.[786]

Finansijska politika preduzeća jeste jedinstvena integralna celina, koj asintetizuje parcijalne finansijske politike. Kao parcijalne finansijske politike obično se navode sledeće: (1) Politika pribavljanja finansijskih sredstava. (2) Politika finansiranja proste i proširene reprodukcije, (3) Politika plasmana viška finansijskih sredstava, (4) Politika finansiranja investicija, (5) Politika obezbeđenja finansijskih rezervi, (6) Politika zajedničkih ulaganja, (7) Politika finansiranja inovacija i permanentnog obrazovanja kadrova. (8) Politika finansiranja zajedničke potrošnje, (9) Politika finansiranja stambene izgradnje i (10) Politika utvrđivanja i raspodele ukupnog prihoda i dohotka. Prof. Kralj pak u svom modelu finansijske politike navodi sledeću klasifikaciju: (G) osnovna finansijska politika (politika osnovnih načela finansijskog poslovanja. kao što su likvidnost, racionalno finansiranje, rentabilnost, finansijalnost i mobilisanje sredstava; politika finansijske snage - finansijske strukture i finansijska efikasnost za reprodukciju i ostvarivanje vrednosti: osnovna politika upravljanja sredstvima i politika raspore-

[785] Dr J. Racković. Upravljanje finansijama preduzeća. RO za unapređenje organizacije rada i usavršavanje kadrova „Centar". Beograd,1989. str. 23-24.
[786] Dr R. Janković, op. cit., str. 24-25.

đivanja sa finansijskog aspekta - struktura finansijskog odlučivanja), (2) poslovna finansijska politika (tekuća politika finansiranja, politika raspolaganja sredstvima, politika likvidnosti, politika ukupnog prihoda, dohotka i raspoređivanja sa finansijskog stanovišta) i (3) razvojna finansijska politika (politika akumulisanja, udruživanja i mobilizacije sredstava, politika finansiranja tržišnog razvoja, politika finansiranja tehničkog razvoja, politika finansiranja kadrovskog razvoja, politika finansiranja investicija i politika finansiranja ulaganja).

Model vođenja finansijske politike preduzeća u uslovima tržišne Kraljna predstavlja na način:[787]

ČINIOCI POLITIKE PREDUZEĆA I FINANSIJSKE POLITKE	**POLITIKA PREDUZEĆA KAO OKVIR FINANSIJSKE POLITIKE**
INTERESNO VLADANJE UČESNIKA PREDUZEĆA I NJIHOVI FINANSIJSKI INTERESI . Interesi vlasnika i upravljača . Interesi zaposlenih . Interesi tržišnih učesnika . Interesi finansijskih učesnika . Interesi društvene infrastrukture . Interesi poslovodstva . Interesi preduzeća posmatrani sa stanovišta pojednih učesnika kao vlastiti i interesi ostalih, zbog čega dolazi do međusobnih uticanja (interesne odns. politčke akcije). . Interese je moguće ostvarivatu pomoću novca. Do novca se dolazi radom i poslovanjem te kroz učešće u rezultatima poslovanja, a takođe pozajmljivanjem i vraćanjem. Novac je ograničavajući činilac pa je stoga moguće uticati i odlučivanjem o novcu. **Uticaj**	ZAMISLI SVRHE I CILJEVI PREDUZEĆA TE NJEGOVE FINANSIJSKE SVRHE I CILJEVE . Osnovna politika: osnovna finansijska politika kao celokupna podrška politici preduzeća kroz novčani vid reprodukcije. . Razvojia politika: razvojna finansijska politika kao razvijanje finansijske snage preduzeća te finansiranje razvoja i ulagalja u stalna sredstva (razvojni finansijski ciljevi). . Tekuća politika: tekuća finansijska politika kao osiguravanje finansijske snage preduzeća i finansiranja poslovanja (tekući finansijski ciljevi). **Mogućnosti**

[787] Dr J. Kralj, Finansijsko upravljanje i finansijsko poslovođenje u uslovima tržišne privrede, Knjigovođstvo 8-9, str. 132-133.

Polazišta	Sposobnosti
FILOZOFIJA PREDUZEĆA. NJEGOVE STRUKTURE TE POLAZIŠTE U FINANSIJSKOM NAČINU RAZMIŠLJANJA	STVARALAČKO UMERAVANJE KA CILjEVIMA PREDUZEĆA NA FINANSIJSKI NAČIN I KA FINANSIJSKIM CILJEVIMA
Mišljenje kao uticaj okruženja (ideološke i prednosti demokratija, Pluralizam, ljudska prava, prava,države itd.): novac kao psihološka vrednost i kao sredstvo za ostvarivanje ostalih vrednosti. Uverenje o preduzeću: - finansijski koncept prema kojem svaka odluka ima finansijske posledice, a potrošiti je moguće samo onoliko koliko se može ostvariti, pozajmiti i vratiti, kod donošenja odluka treba da se polazi od finansijske teorije odlučivanja na osnovu stvaranih finansijskih tokova. Stanovišta učesnika preduzeća (volja za saradnju, pripadnost preduzeća, zalaganje za ostvarenje). U snažnom i uspešnom preduzeću može se očekivati veće novčano učešće (motivacija u psihološkom ugovoru).	Ključna područja politika preduzeća: postupanje po finansijskom konceptu, postizanje finansijskih rezultata, finansijsko usklađivanje. - Pravila ciljnog ponašanja: pravila finansijskog ponašanja kao finansijska načela, zlatna i ostala heuristička pravila odluka pa osnovu stvarnih finansijskih tokova. - Strateško odlučivanje (poslovne i političke strategije preduzeća): strateški finansijski ciljevi, dinamičko finansijsko strukturisanje, finansijske konstrukcije, finansijske taktike. - Usklađene strukture:. - Uspravne i vodoravne finansijske strukture usklađivane s ciljevima i strategijama.
OSTVARIVANJE POLITIKE PREDUZEĆA POMOĆU NJEGOVE FINANSIJSKE POLITIKE kao programirano usmeravanje ka ostvarivanju politike te ka postizanju osnovnih, strateških i ostalih ciljeva pomoću novca te usmeravalje ka postizanju finansijske politike delatnostima finansijskog KOMPI (finansijsko informisanje. Finansijsko planiranje, finansijsko motivisanje, finansijsko organizovanje i finansijskokoordinisanje) i tekućim odlučivanjem. **Izvođenje i realizacija**	

Finansijska politika se definiše kao svesno traženje i stvaralačko odlučivanje o temeljnim finansijskim ciljevima, kao izvor odgovarajućih finansijskih strategija za detaljnije opredeljenje tih ciljeva i izbor pravaca akcije uz svrsishodan raspored (alokacija) resursa za njihovo odlučivanje. kao oblikovanje optimalnih struktura sredstava i izvora sredstava, kao i struktura finansijskog odlučivanja za primenu strategija i realizaciju temeljnih ciljeva, kao pravila finansijskog ponašanja po finansijsknm načelima (likvidnosti, finansiranja, sigurnosti,

rentabilnosti, finansijalnosti, akumulisanja, mobilisanja i udruživanja sredstava, spojenim načelom finansijske snage), sa stajalištima prema ljudima prema znanju (primena dostignuća nauke o upravljanju i teorije o poslovnim finansijama, povezano sa iskustvom i intencijom) i prema posloviim konceptima, sa punim priznanjem finansijskog koncepta, i kao ključna područja finansijske funkcije (koncept, ciljevi i rezultati, vremenska i ostale usklađenosti) i nadzor nad merljivim ili bar za procenjivanje podesnim sektorima nadzora (planirani finansijski tokovi i stanja, planirana likvidnost, rentabilios, finansijalnost, dinamnčki aspekti finansijske politike).[788]

Načela finansijske politike su, po prof. Rodiću.[789] sledeća: načelo finansijske stabilnosti, načelo rentabilnosti, načelo likvidnosti, načelo finansiranja u skladu sa rizikom, načelo finansijske elastičnosti, načelo nezavisnosti i načelo optimalnog aktivizacionog dejstva slike finansiranja. U tom sklopu, načelo finansijske stabilnosti tangira faktički odnos dugoročno vezanih sredstava i sopstvenog kapitala uvećanog za dugoročno pozajmljeni kapital; dok načelo finansijske elastičnosti reflektuje sposobnost prilagođavanja preduzeća izmenjenim mogućnostima i uslovima pribavljanja dodatnog kapitala i prevremene otplate pozajmljenog kapitala.

5.1. Ciljevi i zadaci finansijske politike preduzeća

Finansijska politika preduzeća[790] je skup načela, metoda. mera i instrumenata za ostvarivanje projektovanih ciljeva i zadataka u tekućem finansijskom poslovanju i budućem finansijskom razvoju i za realizaciju stabilnih finansijskih odnosa, uravnoteženih finansijskih tokova i optimalne finansijske situacije.[791]

Finansijska politika je integralna komponenta poslovne politike. Ona odslikava novčanu stranu poslovne politike. Finansijska politika je usaglašena sa poslovnom politikom firme. Zajedno, one čine dijalektičko jedinstvo, iako je finansijska politika instrument šire poslovne politike za prikupljanje i korišćenje finansijskih sredstava, za obavljanje novčanog prometa i za regulisanje dužničko-poverilačkih odnosa. Poslovna politika je okvir za finansijsku politiku, čiji ciljevi reflektuju finansijsku stranu ciljeva poslovne politike.

Osiguravanje stabilne finansijske situacije i stabilnog finansijskog razvoja je osnovii cilj finansijske politike preduzeća. On se ogleda u efikasnom prikupljanju finansijskih sredstava, njihovoj planskoj raspodeli i racionalnoj upotrebi,

---

[788] Dr J. Kralj, Realna finansijska poltika , kao jedan od uslova uspešnog poslovanja preduzeća, Finansiranje organizacija udruženog rada u savremenim uvjetima privređivanja, Zagreb, 1973., str.71.
[789] Dr J. Rodić, Poslovne finansije, Ekonomika, Beograd, 1991. str.42-53.
[790] Dr P. Jurković, Poslovne finansije, Narodne novine, Zagreb, 1980. Str.76
[791] Finansijska situacija ima kvantitativan i kvalitativan aspekt, koji ocrtava rezultate potraživanja, kredite i sopstvene izvore. Bitan je formalno suštinski izraz finansijske situacije, odnosno slika raščlanjenja aktive i pasive, čija realnost zavisi od procene zaliha, otpisa osnovnih sredstava, otpisane naplativih potraživanja

ekonomičnom raspolaganju sredstvima u funkciji ostvarivanja dovoljnog (planiranog) dohotka za proširene materijalne osnove udruženog rada i budući finansijski razvoj firme. Ciljevi finansijske politike mogu se sistematizovati na sledeći način:

1. Nabavka sredstava (finansiranje).
2. Korišćenje novčanih sredstava,
3. Obezbeđenje likvidnosti i solventnosti,
4. Regulisanje dužničko-poverilačkih odnosa,
5. Finansijsko planiranje novčanih tokova,
6. Formiranje i raspoređivanje dohotka.
7. Analiza. kontrola i evidencija finansijskih tokova,
8. Tekuće, srednjoročno i dugoročno finansiranje (tekuće potrebe, obrtna sredstva i osnovna sredstva).

Prezentovane funkcije finansijske politike preduzeća mogu se grupisati na sledeća tri funkcionalna područja:

1. Nabavka sredstava (finansiranje),
2. Upotreba sredstava (investiranje),
3. Upravljanje sredstvima (likvidnost).

Ova sistematizacija je dobra sa stanovišta organizaciono-strukturnog obeležja (pribavljanje i ulaganje dugoročnih sopstvenih i pozajmljenih sredstava, tj. investicije u obrtna i osnovna sredstva) i dinamičko-dispozicijskog obeležja (prikupljanje i ulaganje kratkoročnih sredstava na osnovu nabavke i prodaje, uključujući i problematiku likvidnosti, platnog prometa i upravljanja finansijama). U tome se iscrpljuje i sadržina finansijske funkcije, i njena podela na kratkoročnu i dugoročnu sferu.[792]

Iz sadržine finansijske funkcije firme proističe funkcija upravljanja poslovnim finansijama. Ona se sastoji od nabavke, upotrebe u poslovnoj aktivnosti, angažovan iznos sredstava u obrtna sredstva i osnovia sredstva, kreditni izvori obrtnih i osnovnih sredstava, sopstveni izvori obrtnih i osnovnih sredstava, stepen likvidnosti pojedinih delova aktive i njegove usklađenosti sa stepenom dospelosti pojednih delova pasive, itd. i upravljanja novčanim sredstvima. Zbog toga je proširena finansijska funkcija, čiji je zadatak da obezbedi, posredstvom održavanja finansijske ravnoteže i sinhronizacije novčanih primanja[793] i izdavanja. Neometano odvijanje finansijskih tokova i održavanje stabilnih finansijskih odnosa.

Sa stanovišta ciljeva i zadataka finansijske funkcije, finansijska politika može se podeliti na politiku nabavke sredstava, politiku upotrebe sredstava i politiku upravljanja sredstvima. Sa stanovišta vremenske dimenzije, finansijska politika se deli na kratkoročnu, srednjoročnu i dugoročnu politiku. Sa funkcionalnog stanovišta, finansijska politika se deli na: 1) politiku finansiranja (prikup-

[792] Dr R. Tepšić (Red.). Poslovne finansije, Informator, Zagreb, 1974.

[793] Finansijska funkcija (finansiranje, kreditiranje, likvidnost, platniprometi dužničko-poverilački odnosi) je nadopuna osnovnih ekonomskih funkcija firme—nabavka, proizvodnja i prodaja.

ljanje i upotreba novčanih sredstava na osnovu nabavke i prodaje roba i usluga); 2) investicionu politiku (dugoročna ulaganja u obrtne i osnovie fondove) i 3) tekuću finansijsku politiku (politiku likvidnosti, uključujući i platni promet i dužničko-poverilačke odnose).

Ciljevi i zadaci finansijske politike u poslovnoj politici i praksi sprovode se i ostvaruju odgovarajućim instrumentima finansijske politike. U instrumente finansijske politike preduzeća ubrajaju se:

1. Finansijski planovi i programi,
2. Zakoni, dogovori i sporazumi,
3. Statuti, pravilnici, odluke i sl.

Finansijski planovi su osnovii instrumenti finansijske politike. Njima se projektuju tekući i perspektivni zadaci poslovne politike, odnosno tekuća i buduća finansijska situacija privredne organizacije (sa stanovišta primanja i izdavanja novčanih sredstava) dužničko-poverilački odnosi, obim strukture finansijskih tokova, likvidnosti, finansijska stabilnost i finansijski položaj firme u društvenoj reprodukciji, uključujući i finansijsko "čitanje" bilansa stanja i bilansa uspeha. Finansijskn planovi (kratkoročni, srednjoročni i dugoročni), uključujući i kreditne devizne investicione i druge planove finansijskih konstrukcija (finansiranja) preduzeća, kao i planiranje neto obrtnih sredstava i planiranje likvidnosti, su instrumenti finansiranja društvene reprodukcije.

Dogovori i sporazumn o "udruživanju" sredstava. o "udružnvanju" u poslovnu banku, o raspodeli dohotka raspodeli sredstava za lične dohotke i zajedničku potrošnju radnika i sl., regulišu pitanja u oblasti finansijskog poslovanja, planiranja i razvoja. Oni su osnovii instrumenti za regulisanje finansijskih odnosa i novčanih tokova u preduzeću.

Statuti, pravilnici, odluke, poslovnici i uputstva za rad su organizacioni instrumenti finansijskog poslovanja preduzeća. a najpre sticanje i raspoređivanje dohotka, namensko korišćenje sredstava itd.

5.2. Činioci i principi finansijske politike preduzeća

Na formiranje i donošenje finansijskih odluka u preduzeću deluje čntav niz ekonomskih i van ekonomskih čnnilaca. Stoga i na sprovođenje koncipirane finansijske politike utiču brojni faktori koji se klasifikuju na:[794]

1. interne faktore.
2. eksterne faktore.

Strukturu internih faktora, ili unutrašnjih činilaca, čine oni faktori, ili činioci, koji se produkuju unutar preduzeća i koji deluju u samoj firmi. Ovi činioci su materijalne, tehničko-tehnološke, društveno-ekonomske, socijalne, kadrovske, organizacione, razvojne i subjektivne prirode. Interni činioci su vezani za obim proizvodnje, asortiman proizvoda, nivo zaliha, snabdevenost reprodukcionim ma-

[794] B. Defrenčeski. op. cit.

terijalom, ostvarenu realizaciju, nivo potrebnih i raspoloživih novčanih sredstava, dinamiku upotrebe sredstava, finansiranje investicija, nivo i dinamiku ličnih dohodaka, korišćenje tuđih sredstava. organizaciju rada, raspored kadrovskog potencijala, nivo tehničke opremljenosti rada, socijalnu dimeiziju raspodele (solidarnost i uzajamnost), obim udruživanja sredstava, nivo zajedničkih, ulaganja, sticanje i raspoređivanje dohotka, rentabilitet, ekonomičnost i produktivnost poslovanja, planiranje i razvoj, štednju i racionalizatorstvo, zalihe. gubitke i sanaciju, zaduživanje, dugovanja i potraživanja itd. Unutrašnji faktori deluju dvosmerno; a) u pravcu stabilnzovanja finansijske situacije, uravnotežavanja finansijskih tokova i jačanja finansijskih odnosa i b) u pravcu destabilizacije finansijske situacije, neravnoteže u novčanim tokovima i slabljenja finansijskih odnosa preduzeća.

Grupu eksternih, spoljnih faktora, kao objektivnih činilaca, čine tri podgrupe faktora: 1) Faktori koji su rezultat delovanja privrednog i finansijskog sistema, 2) Faktori koji su rezultat delovanja domaćeg i međunarodnog tržišta i 3) Faktori koji su rezultat nepredviđenih društvenih, političkih i prirodnih okolnosti. U prvu podgrupu eksternih faktora obično se svrstavaju promene mera i instrumenata monetarno-kreditne i bankarske politike, fiskalne politike, devizne spoljnotrgovinske carinske politike privrednog razvoja i politike raspodele. Toj podgrupi pripadaju i rebalansi društvenih planova, ustavne i druge sistemske i zakonske promene sa anticipiranim ili retroaktivnim delovanjem, stabilizacionim ili destabilizacionim implikacijama i drugim efektima na finansijsku politiku preduzeća. U promenjenim uslovima privređivanja i dohodovanja modifikuje se poslovna i finansijska politika firme prilagođavajući se novonastalim promenama u okruženju bez obzira da li je reagibilitet firme blagovremen ili sa zakašnjenjem.

Promena stabilizacionog ili destabilizacionog karaktera u mehanizmu funkcionisanja domaćeg i inostranog tržišta, kao druga podgrupa eksternih faktora, modifikuju finansijsku politiku firme. Promene u cenama. u uslovima prodaje i nabavke, snabdevenosti tržišta reprodukcionim materijalom i gotovim proizvodima, u apsorpcionoj snazi tržišta, u uslovima tržišne konkurencije itd., neminovno iznuđuju promene u finansijskoj politici. Tada planirani kontinuitet u snabdevanju i planiranju i kontinuitet u realizaciji zahtevaju brzo i efikasno reagovanje i prilagoćavanje novonastaloj situaciji.

Faktori koji su rezultat nepredvidivih društvenih, političkih i prirodnih okolnosti (kao što su pooštravanje svetske situacije, obustave rada, elementarne nepogode i sl.) utiču na promene finansijske politike i njeno prilagođavanje novonastalim situacijama.

Uobičajeno je da se principi finansijske politike definišu kao određeni zahtevi kojih se pridržava organizacija u finansijskom poslovanju, u razrešavanju finansijske problematike i u koncipiranju finansijske politike. U ključne principe finansijske politike preduzeća ubrajaju se:[795]

[795] Dr J. Ranković, Upravljanje finansijama radnih organizacija, Zavod za savremenu organizaciju poslo-

1. Ekonomski principi reprodukcije (produktivnost, ekono mičnost i rentabilnost),

2. Principi integriteta društvenih sredstava, optimalnog aktivizacionog perioda i zaštite od prezaduženosti,

3. Principi racionalnog i namenskog korišćenja sredstava i efikasnog ulaganja sredstava.

4. Principi likvidnosti, sigurnosti i opreznosti,

5. Principi nezavisnosti, samostalnosti i fleksibilnosti (elastičnosti),

6. Principi racionalnog obavljanja finansijskih poslova, efikasne organizacije finansijske službe, finansijske discipline i ažurnosti.

Principi ekonomičnosti, produktivnosti i rentabilnosti značajno utiču na stabilnost finansijske situacije i stabilnost finansijskog položaja firme na uravnoteženost novčanih tokova i finansijskih odnosa i na finansijski rezultat poslovanja. Ekonomično, produktivno i rentabilio poslovanje organizacija ima i svoju finansijsku stranu, koja "kao triko verno odslikava ekonomsko telo" Ekonomski principi društvene reprodukcije se sintetizuju u finansijskom rezultatu, tj. ostvarenom dohotku.

Principi integriteta društvenih sredstava, optimalnog aktivizacionog perioda i zaštite od prezaduženosti reprezentuju očuvanje funkcionalne i poslovne sposobnosti materijalnih i finansijskih sredstava u punom (neokrnjenom) iznosu, skraćenje aktivizacionog perioda i ekonomsko proporcionisanje tuđih (eksternih) i sopstvenih (internih) sredstava u finansijskim konstrukcijama. Primenom principa integriteta društvenih sredstava, preduzeće osigurava sredstva za samostalno finansiranje proste i proširene reprodukcije (amortizacija i akumulacija), kao i za materijalnu zainteresovanost i socijalnu sigurnost radnika (lični dohoci). Skraćivanjem aktivizacnonog perioda preduzeće oslobađa sredstva za nove investicione poduhvate i za nova ulaganja u trajna obrtna sredstva. Planskim proporcionisanjem sopstvenih i tuđih sredstava organizacija se osigurava od prezaduženosti, rizika i neizvesnosti u finansijskom poslovanju.

Principi racionalnog i namenskog korišćenja sredstava i efikasnog ulaganja proizlaze iz ekonomskih principa društvene reprodukcije i funkcija im je da objasne racionalnu upotrebu novčanih sredstava, namensko korišćenje finansijskih sredstava i efikasna finansijska ulaganja, što se ogleda u ukupno ostvarenim rezultatima tekućeg i minulog rada. Obaveza firme je da pokriva troškove (materijalni troškovi i amortizacija), da ostvaruje sredstva akumulacije i rezerve, da osigurava sredstva za alimentiranje opštedruštvenih i zajedničkih potreba i da obezbeđuje sredstva za lične dohotke i zajedničku potrošnju radnika.

Principi likvidnosti, sigurnosti i opreznosti reflektuju likvidiranje dospelih obaveza i potraživanja u predviđenom roku, finansijsku sigurnost izvora sredstava za izmirenje obaveza i za finansiranje tekućeg poslovanja, kao i angažovanje i disponiranje sredstava rezervi, za rizike u poslovanju. Veoma je važno načelo

---

vanja, Beograd, 1979.

likvidnosti, na kome se zasniva politika likvidnosti, odnosno tekuća finansijska politika ili politika finansiranja preduzeća. Princip likvidnosti reguliše izmirenje (isplatu) dospelih obaveza o roku, a likvidiranje obaveza zahteva raspolaganje novčanim sredstvima. Likvidna je, dakle, ona firma koja iz tekućih finansijskih sredstava uredno i na vreme likvidira svoje obaveze (dospele) prema poveriocima i koja održava likvidne pozicije poslovnog finansiranja. Ona to čini planiranim usklađivanjem priliva novčanih sredstava sa obimom, strukturom i dinamikom zasnivanja i dospevanja obaveza (tj. odliv novčanih sredstava).

Novčanu ili finansijsku likvidnost treba razlikovati od poslovne likvidnosti (kao sposobnosti organizacije da svojim tekućim likvidnim novčanim sredstvima finansira tekuće poslovanje) i, naročito, od solventnosti (sposobnosti organizacije da svojim celokupipm sredstvima odgovori dospelim obavezama u datom trenutku).

Principi nezavisnosti, samostalnosti i fleksibilnosti reflektuju samostalnost i nezavisnost u finansijskom poslovanju (shodno decentralizovanom modelu donošenja finansijskih odluka u sistemu privređivanja i dohodovanja) i elastičnu finansijsku politiku. Samostalnosti nezavisnost u finansijskom poslovanju je slobodno raspolaganje ostvarenim dohotkom (finansijskim rezultatom) na samoupravnim, zajedničkim dogovorenim i jedinstvenim načelima integrisanih dohodovnih odnosa socijalističke reprodukcije. Fleksibilnost ili elastičnost finansijske politike je sposobnost firme da se adaptira (prilagođava) promenama u privrednom i finansijskom sistemu i sistemu finansiranja društvene reprodukcije.

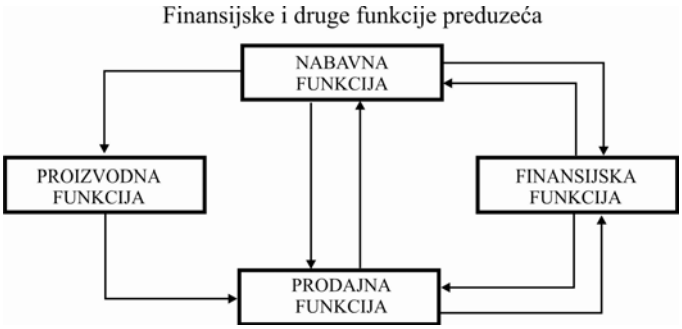
Princip racionalnog obavljanja finansijskih poslova, efikasne organizacije i finansijske službe, finansijske discipline i ažurnosti implikuje racionalno korišćenje sredstava u procesu rada (izvršenje finansijskih poslova uz najniže troškove), efikasnu organizaciju finansijske funkcije (sa manjim brojem radnika obavljati efikasno i racionalno finansijske poslove prikupljanja i korišćenja novčanih sredstava, uključujući i analizu, evidenciju i kontrolu), discpilinovano i odgovorno izvršavanje finansijskih zadataka, koji su zasnovani na zakonsknm propisima, dogovorima, sporazumima, ugovorima, pravilnicima i uputstvima i obavljanje finansijskih poslova u planiranim rokovima.

6. FINANSIJSKA FUNKCIJA PREDUZEĆA

Prof. Turk[796] smatra da finansijsku funkciju u preduzeću čine: (1) pribavljanje sredstava. (2) preformiranje ili korišćenje sredstava. (3) vraćanje sredstava I (4) preformiranje izvora sredstava. A sa stanovišta upravljanja prof. Turk finansijsku funkciju proširuje i na (5) planiranje finansijske funkcije, (6) pripremu izvr-

[796] Dr I. Turk. Definicija finansijske funkcije u organizaciji udruženog rada, i Zbornik radova. „Finansijsko upravljanje u organizacijama udruženog rada", NIRO Književne novine. Beograd. 1979. str. 63-64.

šavanja finansijske funkcije, (7) izvršavanje finansijske funkcije i (8) nadziranje finansijske funkcije. Po prof. Rankoviću finansijska funkcija obuhvata tri funkcionalna područja, i to: (a) nabavku kapitala (finansiranje), (b) upotrebu kapitala (investiranje) i (c) upravljanje kapitalom (održavanje likvidnosti).[797] Spoznaja finansijske funkcije je od esencijalne važnosti za teoriju i politiku upravljanja finansijama preduzeća. A samo upravljanje finansijama preduzeća prof. Ranković definiše[798] kao dispozitivnu delatnost, koja uz pomoć odgovarajućih sredstava (instrumenata) nastoji da obezbedi realizaciju zadataka, koji proizlaze iz područja finansijske funkcije, a povezani su sa izvršenjem cilja preduzeća. Ova definicija ističe određene pojmove koji predodređuju suštinu upravljanja finansijama preduzeća, i to: (1) dispozicija - zadatak, (2) zadatak finansijske funkcije - sredstva za izvršenje zadatka, (3) cilj finansijske funkcije - cilj preduzeća.



Finansijska funkcija ima svoje mesto, ulogu i značaj u privrednim organizacijama, koji se sintetizuju u njenim zadacima. Zadaci finansijske funkcije firme uglavnom se grupišu u dve osnovne grupe, i to primarni i sekundarni. U primarne zadatke finansijske funkcije svrstavaju se zadaci koji su neposredno povezani sa procesom društvene reprodukcije, kao što su: pribavljanje finansijskih sredstava (u prvom redu novca), upotreba sredstava (ulaganje) i usklađivanje roka raspoloživosti izvora i roka imobilizacije kredita.[799] Za razliku od primarnih, u sekundarne zadatke[800] finansijske funkcije ubrajaju se zadaci koji su posredno vezani za proces društvene reprodukcije, kao što su: disponiranje novca, kontrola novčanih dokumenata, nadzor upotrebe sredstava, vođenje operativne evidencije, finansijsko planiranje, finansijska analiza i informisanje.

Za razliku od ovog pristupa klasifikacije zadataka finansijske funkcije, u finansijskoj literaturi egzistiraju teorijski pristupi koji drugačije sistematizuju zadatke finansijske funkcije. Naime, prof. Jurković te zadatke finansijske funkcije

[797] Dr J. Ranković, Upravljanje finansijama preduzeća RO za unapređenje organizacije rada i usavršavanje kadrova.“Centar", Beograd, 1989, str. 19-20.
[798] Dr J. Ranković, Upravljanje finansijama preduzeća RO za unapređenje organizacije rada i usavršavanje kadrova .“Centar", Beograd, 1989, str. 19-20.
[799] Dr J. Rodić. dr I. Marković, Poslovne finansije, Savremena administracija, Beograd. 1982. str. 12.
[800] Ibidem, str. 18.

svodi na planiranje i pribavljanje potrebnih sredstava, racionalno korišćenje raspoloživih sredstava, permanentno usklađivanje priliva novčanih sredstava sa rokovima dospeća finansijskih obaveza, razrešavanje ekonomsko-finansijskih odnosa između delova privrede, raspodelu ostvarenog finansijskog rezultata i analizu i kontrolu upotrebe finansijskih sredstava.[801]

Prema tome. suštinu finansijske funkcije ne treba posmatrati samo sa aspekta njene uloge u reprodukciji (primarna reprodukciona funkcija) nego i sa aspekta njene društveno-ekonomske uloge u razvijanju ekonomskih finansijskih odnosa.

Finansijska funkcija je jedna od centralnih funkcija poslovanja. zbog toga što su novčana sredstva potrebna radi nabavke sredstava rada i predmeta rada i radi isplate ličnih dohodaka radnika. U dužničko-poverilačkim odnosima međusobni odnosi se regulišu posredstvom novčanih sredstava koja se u kružnom toku transformišu prema potrebi u robu, usluge, radnu snagu i ostale činioce kružnog toka sredstava. U tim složenim uslovima finansijskog poslovanja zadaci finansijske funkcije ogledaju se u planiranju finansijskih sredstava za razne nabavke i kupovine, u obezbeđenju sredstava za obavljanje procesa proizvodnje. u zajedničkoj brizi za realizaciju proizvoda i naplatu potraživanja od kupaca. To pokazuje da se u proizvodnim ciklusu formira sprega između ovih funkcija u sledećem nizu: finansijska-nabavna-proizvodna-prodajna-finansijska.

Sve ove funkcije povezane su u celini čiji je zajednički zadatak uspešnost poslovanja firme. One su, prema tome, međusobno zavisne i uslovljene. Zato se i međusobno koordiniraju da bi se realizovao proizvodni program i ostvarila poslovna politika.

Finansijska funkcija "drži" početnu i krajnju tačku kružnog kretanja sredstava: N-R.. .P.. R1-N1. pri čemu R1- N1 predstavlja pribavljanje sredstava ili završnu fazu kružnog kretanja sredstava i N-R predstavlja plasman sredstava ili početnu fazu kružnog kretanja sredstava.

Poslovi finansijske funkcije,[802] prema tome, su: (1) pribavljanje novca i kapitala, (2) ulaganje novca i kapitala, (3) oblikovanje strukture kapitala, (4) usklađivanje rokova imobilizacije sredstava i zakona raspoloživih izvora finansiranja, (5) kreiranje finansijske politike i razvijanje strateške i taktike finansijskog upravljanja, (6) naplata potraživanja, (7) prodaja potraživanja i kupljenih deonica, (8) plaćanje obaveza, (9) otkup dugova i prodatih deonica, (10) prodaja i kupovina deviza, (11) disponiranje novca, (12) praćenje kretanja kamatnih stopa, tržišne cene hartija od vrednosti i kursa valuta, (13) obračun ličnih dohodaka. (14) osiguranje imovine, (15) kontrola novčanih dokumenata i nadzor racionalnosti korištenja sredstava, (16) vođenje blagajne i portfelja hartija od vrednosti, (17) vođenje operativne evidencije, (18) finansijsko planiranje, (19) finansijska analiza, (2) sačinjavanje predloga sanacije, (21) finansijsko informisanje.[803]

---

[801] Dr D. Jurković, Poslovne finansije, Informator, Zagreb. 1989. str. 7

[802] J. Kovačević, Djelovanje finansijske funkcije u tržišnoj privredi, Finansijska praksa, 8-10/89, str. 343-363.

[803] J. Roduć, Poslovne finansije, Ekonomika, Beograd, 1991. str. 15-27.

7. FINANSIJSKI POSLOVI PREDUZEĆA

Naši teoretičari različito definišu poslove i zadatke finansijske funkcije, i to:[804] (1) Prof. Jurković zadatke finansijske funkcije svodi na poslove planiranja potrebnih finansijskih sredstava, pribavljanja potrebnih finansijskih sredstava, racionalnog korišćenja sredstava, permanentnog usklađivanja priliva novčanih sredstava sa rokovima dospeća finansijskih obaveza, razrađivanje ekonomsko finansijskih odnosa među delovima privrede i preduzeća, raspodele ostvarenog rezultata, analize i kontrole upotrebe sredstava; (2) Prof. Tepšić pak smatra da se zadaci finansijske funkcije odnose na pribavljanje novčanih sredstava, korišćenje novčanih sredstava, usklađivanje dinamike priliva novčanih sredstava i rokovima plaćanja obaveza prema izvorima, regulisanje novčanih tokova i praćenje finansijskih odnosa u preduzeću i kontrola upotrebe novčanih sredstava u kružnom toku; (3) Prof. Rodić i Marković zadatke finansijske funkcije preduzeća dele na primarne zadatke (pribavljanje novčanih sredstava. upotreba novčainh sredstava. usklađivanje rokova imobilizacije sredstava i rokova raspoložnvosti izvora) i na sekundarne zadatke (disponiranje novca, kontrola novčanih doku.menata, nadzor racionalnosti upotrebe sredstava. vođenje operativne evidencije i finansijsko planiranje, finansijska analiza i finansijsko informisanje).

Obim, struktura i dinamika finansijskih poslova su usklađeni sa finansijskom funkcijom. organizacijom finansijskog poslovanja i izvršavanjem finansijskih poslova. U stvari, finansijski poslovi izviru iz finansijske funkcije, koja opredeljuje organizaciju finansijske službe i izvršenje finansijskih zadataka. Finansijsku funkciju komponuju brojni, međusobno isprenletani i povezani finansijski poslovi. Skup finansijskih poslova u sklopu poslovnih finansija ili finansija firme raščlanjava se i klasifikuje na:

1. Poslove prikupljanja i upotrebe novčanih sredstava.
2. Poslove novčanog prometa.
3. Poslove finansijskog planiranja,
4. Poslove raspodele,
5. Finansijske poslove uslužnog tipa.
6. Organizacione finansijske poslove,
7. Računovodstvene poslove,
8. Poslove sa bankarskim, finansijskim i osiguravajućim organizacijama,
9. Poslove sa ZOP, DPZ, komorama i udruženjima,
10. Finansijske poslove sa ostalim subjektima u privredi i van privredi.

Poslovi prikupljanja i korišćenja novčanih sredstava su fakturisanje prodate robe, evidentiranje potraživanja, isplate dospelih obaveza, naplate potraživanja, pribavljanje dopunskih sredstava, ulaganje sredstava, reprodukovanje ulože-

[804] Dr D. Jurković , Poslovne finansije, Narodne novine, Zagreb, 1980, str.7, i dr R. Tepšić, Poslovne finansije sa programom finansijske konsolidacije, Savremena administraija, Beograd, 1986. st. 3-14.

nih sredstava, udruživanje sredstava, osiguranje likvidnosti itd. Ovi poslovi čine sadržinu politike finansiranja.[805]

Poslovi novčanog prometa obuhvataju izdavanje naloga za bezgotovinska plaćanja, praćenje stanja sredstava na žiro-računima, disponiranje sredstava, isplate u gotovu i druge poslove vezane za plaćanje. Radi obavljanja poslova novčanog prometa, organizacije se povezuju sa organizacijama koje obavljaju novčani promet u zemlji i inostranstvu kod kojih se nalaze deponovana raspoloživa novčana sredstva na odgovarajućim računima.

Poslovi finansijskog planiranja, ili projektovanja finansijske situacije obuhvataju izradu mesečnih, kvartalnih, godišnjih (tekućih), srednjoročnih, (petogodišnjih) i dugoročnih finansijskih iznova, utvrđivanja planova materijalih troškova i amortizacije, planova realizacije, planova prihoda i rashoda, planova investicija, kreditnih planova i dr., kao i izradu predračuna (cena, poreza i doprinosa, ugovornih i zakonskih obaveza i dr.).

Poslovi raspodele usredsređeni su na utvrđivanje principa, kriterijuma i merila sticanja i raspoređivanja ostvarenog dohotka i dobiti shodno društveno-ekonomskim i socijalnim osnovama, koji su utvrđeni dogovorima, sporazumima i internim pravilnicima o rasiodeli dobiti i sredstava za lične dohotke i zajedničku potrošnju radnika.

Finansijski poslovi uslužnog i solidarnog tipa su poslovi isplata naknada iz sredstava fondova zajedničke potrošnje radnika (davanja radnicima koji odlaze na odsluženje vojnog roka, na vojnu vežbu ili u penziju, davanje za postradale od elementarnih nepogoda i sl.). poslovi naplate zabrana, obustava i drugih naknada.

Organizacioni finansijski poslovi su poslovi finansijskog upravljanja, finansijskog rukovođenja, finansijske koordinacije, organizacije finansijskog sektora i izvršenja finansijske funkcije.

Računovodstveni poslovi obuhvataju poslove finansijske evidencije (finansijsko, pogonsko. robno i materijalno knjigovodstvo, evidencija osnovnih sredstava i evidencija sitnog inventara i potrošnog materijala), poslove obračuna (periodični obračuni i završni račun), obračun ličnih dohodaka, ugovornih i zakonskih obaveza, poreza i doprinosa, poslove izrade izveštaja o poslovanju i radu, poslove sastavljanja dnevnih izveštaja o stanju i kretanju obaveza prema dobavljačima, stanju i kretanju sredstava na računima, stanju i kretanju zaduživanja, stanju zajedničkih ulaganja i stanju i kretanju udruživanja rada i sredstava, kao i poslove interne kontrole.

Poslovi sa bankarskim, finansijskim i osiguravajućim organizacijama su, u stvari, poslovi između banaka i firmi, finansijskih organizacija i firmi i osiguravajućih organizacija i firmi. Poslovni odnosi sa bankama regulisani su ugovorima i sporazumima o udruživanju sredstava u banku. Banke obavljaju brojne poslove za privredne organizacije kao komitente: prikupljanje novčanih sredstava, udruživanje slobodnih novčanih sredstava, deponovanje sredstava (novčani depozit), da-

[805] Dr R. Crpković (Red.), Finansijska funkcija u organizacijama udruženog rada, Informator, Zagreb. 1980. str.24.

vanje kredita, devizne i valutne poslove, udruživanje rada i sredstava za određene namene (regulisanje međusobnih dužničko-poverilačkih odnosa, održavanje tekuće likvidnosti, finansiranje bez obaveza vraćanja, trajno ustupanje sredstava, međusobno kreditiranje, ostvarivanje zajedničkog dohotka), davanje garancija i avala, izdavanje hartija od vrednosti, poslove platnog prometa itd.

U sklopu poslovnih odnosa između firme i banke, preduzeća udružujući sredstva u banku, na osnovu sporazuma, stiču i određena prava (odlučivanje o korišćenju sredstava udruženih u banci, utvrđivanje planova rada i programa razvoja banke, odlučivanje o raspoređivanju prihoda banke, dobijanje kredita, učestvovanje u raspodeli dohotka banke, upravljanje bankom, usmeravanje kreditiog potencijala banke i dr.) i određene obaveze (snošenje rizika u poslovanju banke, pokrivanje gubitaka banke, odgovornost za celokupno poslovanje banke, razvijanje društveno-ekonomskih odnosa u banci. obaveštavanje banke o svojim programima razvoja i svojim rezultatima rada, jačanje raspoloživih izvora sredstava za ostvarivanje programa rada i plana razvoja banke, usklađivanje preuzetih obaveza i mogućnosti firmi udruženih u banci, poveravanje poslova platnog prometa u zemlji i sa inostranstvom banci itd.). Time se brojni finansijski poslovi, povereni banci, povezuju i integrišu ujedinstvenu celinu, u zajedničku finansijsku politiku udruženih preduzeća u okviru finansijske funkcije banke.

8. KODEKS POSLOVNO FINANSIJSKIH NAČELA[806]

Polazeći od opštih opredeljenja i svesno prihvaćenih pravila ponašanja radnika koje se bave poslovnim finansijama. sa ciljem stručno-akcionog jedinstva u naporima za unapređivanje finansijske funkcije u našem društvu, donosi se Kodeks načela finansiranja kojim se bliže definišu koncepcija i karakteristika finansija u poslovnim objektima.

Načela finansiranja svrstana su u sledeće trupe;

I. Polazna načela poslovnog finansiranja
II. Načela o finansijskoj politici
III. Načela o uspostavljanju finansijskih odnosa
IV. Načela o izvorima finansiranja poslovnog subjekta
V. Načela o korišćenju sredstava
VI. Načela o donošenju odluka iz delokruga poslovnih finansija
VII. Načela o planiranju finansijskih tokova i finansijske situacije
VIII. Načela analize finansijskih tokova i finansijske situacije
IX. Načela o kontroli racionalnosti upotrebe sredstava
X. Načela informisanja o finansijskim tokovima i finansijskoj situaciji
XI. Načela organizovanja finansijske službe

[806] Kodeks je usvojen 29. juna 1989. god. cit. prema I. Matović, Zakon o finansijskom poslovanju, Informator, Zagreb, 1990. st. 175-182.

XII. Završni stavovi

Svrha razrade načela finansiranja u okviru Saveza računovodstvenih i finansijskih radnika može se videti u sledećem:

- da Savez računovodstvenih i finansijskih radnika pridonose realizaciji društvenog opredeljenja da se ustavnost i zakonitost u našem samoupravnom društvu ne izražava samo u obliku klasičnih pravnih normi već da u njegov sadržaj sve više ulaze samoupravne norme;
- da se formulacijom načela pruži pomoć onima koji rade na poslovnim finansijama da bi se pri obavljanju tih poslova bolje snalazili, da bi se podsticala kreativnost njihovog rada;
- da se pospeši prenos novih teoretskih dostignuća na području poslovnih finansija u praksu finansijskih radnika, čime se naročito pruža pomoć na usavršavanju mlađih kadrova;
- da se daju zakonodavstvu trajnije stručne osnove koje mogu pomoćipri donošenju zakonskih propisa kojima se preciziraju intencije ekonomske politike u određenom razdoblju;
- da se osigura stručna osnova za samoupravno regulisanje materije sa područja poslovnog finansiranja, a i za pomoć pri donošenju instrumenata kojima se kod poslovnog subjekta preciziraju intencije politike u određenom razdoblju.

8.1. Polazna načela poslovnog finansiranja

Načela finansiranja jesu skup pravila o racionalnom postupanju poslovnih subjekata sredstvima (imovinom) kapitalom i dugovima (obavezama prema izvorima finansiranja). Ta načela se u pogledu metoda odlučivanja, planiranja, kontrole, analiza i informisanja razrađuju u poslovno-finansijskim standardnma (Osnove poslovno-finansijskih načela i standarda).

Poslovne finansije poslovnog subjekta s dinamičkog aspekta obuhvataju sledeće procese:

a) formiranje i povećavanje obima kapitala i dugova (finansiranje).

b) povećavanje nenovčanih oblika sredstava u poslovnom procesu (investiranje),

c) smanjivanje nenovčanih oblika sredstava u toku poslovnog procesa (dezinvestiranje),

d) smanjivanje obima kapitala i dugova (definansiranje).

1. Statički aspekt poslovnih finansija poslovnog subjekta podrazumeva njegovu finansijsku situaciju izraženu kroz stanje njegovog finansiranja (pasiva bilansa stanja) i njegovog investiranja zajedno sa stanjem novca (aktiva bilansa stanja - Načelo sadržaja poslovnih finansija).

2. Načela finansiranja se odnose na sve poslovne subjekte na po dručju privredne i vanprivredne delatnosti, i to bez obzira na njihovu veličinu sektor vlasništva i status pravne ili fizičke osobe (Načelo subjekta u poslovnom finansiranju).

3. Pod izvorima finansiranja poslovnog subjekta podrazumevaju se pravne i fizičke osobe od kojih poslovni subjekt pribavlja sredstva. To je i sam poslovni subjekt (Načelo izvora finansiranja).

4. Pod gotovinom se podrazumevaju domaće novčanice i kovani novac. Pod novcem, uzimajući u obzir mogućnost plaćanja, pored gotovine, podrazumeva se još depozitni novac kao ugovoreno pravo na zajam po tekućem računu.

Pod likvidnim sredstvima se, pored novca, smatraju i kratkoročna potraživanja koja se pouzdano mogu tekuće pretvoriti u novac, odnosno koristiti za plaćanje i odmah unovčive vrednosne papire.

Pod sredstvima, osim finansijskih sredstava, podrazumevaju se sva ostala poslovna sredstva i sredstva za vanposlovnu svrhu (Načelo sadržaja sredstava).

6. U poslovnom procesu novca se preobražavau druge oblike sredstava. Bez obzira u kojoj se fazi, odnosno obliku nalaze sredstva. uvek se posmatraju kao preobraženn oblik novca (Načelo novčanog sagledavanja sredstava).

7. Poslovanje i stanje poslovnog subjekta sagledavaju se s finansijske tačke gledišta na temelju novčanih tokova i finansijskih tokova, kao i njihovog utncaja na stanje novca i finansijsku situaciju poslovnog subjekta (Načelo finansijskog sagledavanja poslovanja i njegovih rezultata).

8. Pod novčanim tokovima smatraju se primici koji u određenom razdoblju povećavaju stanje novca i izdaci koji smanjuju stanje novca poslovnog subjekta.

Pod finansijskim tokovima podrazumevaju se tokovi svih sredstava, s tim da su u sintetičkom obliku prilivi sredstava povezani s novim finansiranjem i dezinvestiranjem, a odlivi sredstava povezani s investiranjem i definansiranjem u određenom razdoblju, što utiče na stanje novca poslovnog subjekta (Načelo sadržaja novčanih i finansijskih tokova).

9. Poslovni subjekt finansijskom aktivnošću upravlja sredstvima tako da njima ostvari što povoljniji uticaj na poslovni rezultat međusobnim povezivanjem načela optimalizacije investiranja. optimalizacije finansiranja, finansijske rentabilnosti, ukupne rentabilnosti, te rentabilnosti kapitala, sigurnost vraćanja, likvidnosti sredstava. tekuće platežne sposobnosti i krajnje platežne sposobnosti (Načelo efikasnost upravljanja finansijskom aktivnošću).

10. Poslovni subjekt ostvaruje rezultate poslovanja uz što povoljnije angažovanje sredstava (Načelo optimalizacije investiranja).

11. Poslovni subjekt pribavlja sredstva iz onih izvora finansiranja koji mu osiguravaju tekuću i krajnju platežnu sposobnost uz maksimalnu finansijsku rentabilnost, ukupnu rentabilnost i rentabilnost kapitala (Načelo optimalizacije finansiranja).

12. Poslovni subjekt investira novac u poslove za koje postoji različiti stepen pouzdanosti da se pravovremeno i u celosti vrate, što treba da bude u razmeri sa očekivanim prinosom od takvih ulaganja (Načelo rizika i neizvesnosti u investiranju).

13. Pod dinamički posmatranom likvidnošću sredstava podrazumeva se njihova sposobnost preobražavanja iz oblika u oblik (protočnost sredstava). Preobražavanje sredstava iz oblika u oblik angažovanja u toku procesa poslovanja razvrstava ih u svakom datom trenutku u razne stupnje udaljenosti od oblika novca, što je likvidnost sredstava posmatrana statički (stupanj unovčivosti sredstava). Dinamički i statički posmatrana likvidnost od uticaja je na tekuću platežnu sposobnost poslovnog subjekta (Načelo likvidnosti sredstava).

14. Poslovni subjekt dužan je u svakom trenutku raspolagati novcem u iznosu dospelih obaveza, a plaćanje uz primereni višak novca u iznosu sigurnosne rezerve novca - što je njegova tekuća platežna sposobnost; dalje, da u svakom trenutku ukupna vrednost aktive bilansa stanja odgovara ukupnoj vrednosti pasive u bilansu stanja - što je njegova krajnja platežna sposobnost, koja može biti relativna ili apsolutna. U prvom slučaju, podrazumeva se mogućnost izmirenja ukupnih obaveza prema dugovima. a u drugom i ukupnih obaveza prema kapitalu (Načelo platežne sposobnosti).

15. Poslovni subjekt investira sredstva u one poslove kojima će ostvariti najvišu stopu prinosa izraženu odnosom čistih primitaka prema uloženom iznosu tih sredstava - što izražava finansijsku rentabilnost. Odnos dobitka pre oporezivanja zajedio s kamatama na korišćene dugoročne kredite i zajmove prema vrednosti ukupno angažovanih sredstava umanjenih za tekuće obaveze (pod pretpostavkom da se iz kratkoročnih obaveza finansiraju isključivo privremeno angažovana sredstva) izražava ukupnu rentabilnost poslovanja poslovnog subjekta. Odnos dobitka koji prilada po osnovu kapitala prema vlastitom kapitalu, pak, izražava rentabilnost kapitala (Načelo rentabilnosti).

16. U upravljanju novcem poslovni subjekt stalno polazi od njegove vremenske preferencije zbog činjenice da se novcem u sadašnjosti mogu ostvariti veće koristi nego kad se nominalno istim iznosom raspolaže u budućnosti. Na vremensku preferenciju novca računa se pri donošenju finansijskih odluka ili kumulisanjem iznosa - ukamaćivanjem ili dekumulisanjem iznosa – diskontovanjem (Načelo vremenske preferencije novca).

17. Svaka poslovna odluka ima za poslovin subjekt finansijske posledice, te ih je već u toku odlučivanja nužno sagledavati. Pri tome, treba polaziti i od saznanja da je moguće potrošiti samo onoliko koliko se ima, odnosno koliko se može dobiti iz drugih izvora pozajmljivanjem ili na neki drugi način, ali uz uslov da punu vrednost tako pribavljenih sredstava treba osigurati za vraćanje izvorima finansiranja (Načelo finansijske savesnosti).

18. Poslovni subjekt je dužan osigurati kontinuelnu sposobnost finansiranja i snošenja rizika (Načelo finansijske stabilnosti).

19. U raspolaganju sredstvima poslovni subjekt pridržava se i načela zakonitosti, statutarnosti i na drugi način utvrđenih normi poslovnog i finansijskog ponašanja (Načelo normativnosti).

8.2. Načela o finansijskoj politici

20. Finansijska politika sastoji se u određivanju osnovnih finansijskih ciljeva u sklopu ostvarivanja poslovne i drugih politika poslovnih subjekata. Osnovii finansijski ciljevi proizlaze iz poslovnih i drugih ciljeva poslovnog subjekta - da u uslovima tržišne privrede prodajom robe i usluga ostvari maksimalan poslovni rezultat uz srazmerno poboljšanu finansijsku situaciju. Finansijskom politikom se iniciraju, podržavaju i realizuju ciljevi poslovnog subjekta.

21. Finansijska politika se ostvaruje: a) odlučivanjem o osnovnim finansijskim ciljevima, b) izborom strategije i taktike, kao i pravaca akcije radi ostvarenja osnovnih finansijskih ciljeva, c) stvaranjem i održavanjem optimalne vertikalne i horizontalne finansijske strukture i d) primenom načela odlučivanja o finansijskim tokovima i finansijskoj situaciji u ostvarivanju osnovnih finansijskih ciljeva.

22. Pod finansijskom strategijom podrazumeva se određivanje pravaca sticanja i upotrebe finansijskih sredstava u poslovnom procesu. Finansijskom taktikom biraju se putevi. mere i metode ostvarivanja pravaca sticanja i upotrebe finansijskih sredstava. Finansijsku strategiju, po pravilu, taktnku određuju organi upravljanja poslovnog subjekta, a pripremaju je i realizuju stručni organi (poslovodni organ i finansijske službe).

23. Pod vertikalnom finansijskom strukturom podrazumevaju se vrednosno-ročni odnosi između delova sredstava (aktive), s obzprom na pojavne oblike, i između delova obaveza prema izvorima sredstava (pasive), s obzprom na njihove vrste. Pod horizontalnom finansijskom strukturom podrazumevaju se vrednosnoročni odnosi između delova aktive i pripadajućih delova pasive. Ti odnosi poznati su i kao “horizontalna” i “vertikalna” pravila finansiranja. Vertikalna i horizontalna finansijska struktura su optimalne kada su potpuno usklađene sa ciljevima poslovne politike poslovnog subjekta.

24. Politika optimalizacije strukture sredstava osigurava se ne smetanim preobražavanjem sredstava u kružnom toku iz jednog u drugi pojavni oblik, pri čemu se sredstva posmatraju u sklopu sledećih skupina: 1) novac, 2) kratkoročno vrednosni papir, 3) kratkoročna po traživanja od kupaca i drugih dužnika. 4) zalihe dovršenih proizvoda i robe, 5) poluproizvodi i proizvodnja u toku, 6) zalihe sirovina i ostalog materijala, 7) dugoročni finansijski ulozi i 8) osnovna sredstva.

Nesmetano i efektivno preobražavanje sredstava u kružnom toku iz jednog u drugi oblik, iz jedne u drugu fazu, u planiranom opsegu i planiranom dinamikom predstavlja optimalnu likvidnost sredstava.

25. Politikom optimalne strukture obaveza prema izvorima sredstava osigurava se finansijska stabilnost poslovnog subjekta i vrši uticaj na njegov razvoj, rentabilnost, rizik i neizvesnost, likvidnost sredstava i platežnu spsosobnost. Tom politikom optimalne strukture treba nastojati da udeo obaveza prema tuđim izvorima ne ugrožava finansijsku stabilnost. Kada se pak, angažuju sredstva iz tuđih izvora, treba voditi takvu politiku zaduživanja da njihova struktura, s obzi-

rom na rokove dospeća obaveza za vraćanje sredstava (dugoročne i kratkoročne), bude usklađena sa strukturom i brzinom cirkulacije sredstava u poslovnom procesu.

26. Politikom racionalnih odnosa među delovima sredstava (aktiva) i obaveza prema izvorima sredstava (pasiva) stvaraju se optimalne pretpostavke za likvidnost sredstava, stopu rizika i neizvesnost. platežnu sposobnost i finansijsku stabilnost. Pri tome, treba nastojati da su obavezama prema vlastitim izvorima i dugoročnim obavezama prema tuđim izvorima pokrivena dugoročno vezana sredstva. Kratkoročnim obavezama prema izvorima sredstava treba da su skrivena kratkoročno vezana sredstva.

27. Horizontalna finansijska struktura računa se stavljanjem u odnos odgovarajućih delova aktive i pasive i izražava se: ubrzanim, brzim i tekućim koeficijentom. Ubrzani koeficijeit predstavlja rezultat deljenja likvidnih sredstava kratkoročnim obavezama prema izvorima sredstava - i poželjno je da bude najviše 1. Brzi koeficijent predstavlja rezultat deljenja novca i svih kratkoročnih potraživanja kratkoročnim obavezama prema izvorima sredstava - i treba da je najmanje 1.

Tekući koeficijent predstavlja rezultat deljenja obrtnih sredstava kratkoročnim obavezama prema tuđim izvorima - i poželjno je da bude najmanje 2. Poštovanjem definisanih veličina ubrzanog. brzog i tekućeg koeficijenta stvaraju se pretpostavke za održavanje platežne sposobnosti i finansijske stabilnosti poslovnog subjekta.

28. Poslovni subjekt mora voditi politiku optimalne tekuće platežne sposobnosti. To je situacija kada su sve dospele obaveze plaćanja u svakom trenutku (danu) pokrivene raspoloživim novcem i kada uz to postoji određen višak novca kao rezerva za osiguranje tekuće platežne sposobnosti. Prekomerna tekuća platežna sposobnost postoji kada raspoloživi novac premašuje i dospele obaveze plaćanja, i sigurnosne rezerve za osiguranje tekuće platežne sposobnosti.

29. Kada poslovni subjekt ne može raspoloživim novcem plaćati obaveze u rokovima njihovog dospeća, nalazi se u situaciji tekuće platežne nesposobnosti. Tekuća platežna nesposobnost može biti izražena u vidu nepravovremenog ili obustavljenog plaćanja obaveza. Obustava plaćanja obaveza u rokovima njihovog dospeća preti da dovede poslovni subjekt u stanje stečaja, odnosno likvidacije.

30. Protiv tekuće platežne nesposobnosti, kao i prekomerne te kuće platežne sposobnosti u širem smislu, treba preduzimati mere finansijske politike, optimalizacijom strukture obaveza prema izvorima finansiranja i samih sredstava u odnosu na pojavne oblike, supstitucijom izvora finansiranja, kao i povećanjem brzine preobražaja sredstava u kružnom kretanju. Za sprečavanje tekuće platežne nesposobnosti u užem smislu preduzimaju se mere za smanjenje i usporavanje izdataka, odnosno za povećanje i ubrzanje primitaka.

31. Na strani primitaka mogu se preduzeti sledeće mere radi njihovog povećanja: aktiviranje portfelja vrednosnih papira, ubrzanje naplate potraživanja od kupaca i drugih dužnika, povećanje prodaje i usluga uz uslove manje povoljne

za prodavaoca od uobičajenih, povećanje opsega proizvodnje i usluga koji se brže preobražavaju u novčani oblik i prodaja delova imovine. Po pravilu, sve mere s ciljem povećanja primitaka kojima se povećava tekuća platežna sposobnost idu na uštrb rentabilnosti.

32. Na strani izdataka mogu se preduzeti sledeće mere radi njihovog smanjenja: odgađanje realizacije planiranog opsega investicije, odgaćanja zamene ekonomski dotrajalih osnovnih sredstava novim, smanjenje ulaganja u zalihe obrtnih sredstava, odgaćanje isplata dospelih obaveza. Po pravilu, sve mere koje se preduzimaju radi smanjenja izdataka, idu na uštrb rentabilnosti.

33. Finansijsku politiku koncipiraju i predlažu organima upravljanja poslovodni organ i stručne službe. Nakon što organi upravljanja usvoje finansijsku politiku, provode je poslovodni organ i stručne službe, i o efektima te politnke na pogodan način i u utvrđenim rokovima informišu organe upravljanja poslovnog subjekta.

8.3. Načela o uspostavljanju finansijskih odnosa

34. Finansijsko okruženje poslovnog subjekta čine finansijski sistem i opšta finansijska situacija u okviru koje deluju sve pravne i fizičke osobe u zemlji i inostranstvu s kojima je on u ostvarenom ili potencijalnom, stalnom ili povremenom finansijskom odnosu. Ovim odnosima. po pravilu, izražava se obligacijski položaj poslovnog subjekta kao posledica primanja ili davanja sredstava.

Stalni finansijski odnos je odnos koji proističe iz sticanja kapitala, a povremeni finansijski odnos onaj koji proističe po osnovu dugova poslovnog subjekta.

35. Finansijski odnosi između poslovnog subjekta i subjekta iz finansijskog okruženja uspostavljaju se na načelima: a) ulaganja sredstava. b) pozajmljivanja, c) razmene robe i usluga s neposrednim plaćanjem ili kreditiranjem, d) zadovoljavanja opštedruštvenih i zajedničkih potreba. e) solidarnosti i uzajamnosti i f) bespovratnog finansiranja.

36. Na načelu ulaganja sredstava uspostavljaju međusobne finansijske odnose poslovni subjekti, po pravilu, na neodređeno vreme. Ulagači imaju sva prava vlasnika: pravo upravljanja, odnosno udela u upravljanju poslovanjem, udela u dobitku i riziku, i likvidacijskoj masi poslovnog subjekta.

37. Bitia karakteristika načela pozajmljivanja je uzajamno poverenje zajmodavca i zajmoprimca da zajmoprimac o roku vrati pozajmljena sredstva zajedno s kamatom po ugovoru. Ovo načelo je naročito karakteristično za finansijske odnose banaka i drugih finansijskih organizacija sa svojim finansijskim okruženjem.

38. Razmenom robe i usluga uspostavljaju se dužničko poverenički odnosi kao najrasprostranjeniji oblik finansijskih odnosa. Ovi odnosi mogu biti tekući, ako se likvidiraju neposrednom naplatom, ili kreditni, ako se likvidiraju u plaćanjima u dogovorenom roku odobrenog kredita.

39. Na načelu zadovoljavanja opštedruštvenih i zajedničkih potreba uspostavljaju se finansijski odnosi između poslovnih subjekata i društveno-političkih ili drugih za to ovlašćenih zajednica u obliku obaveza ili potraživanja na temelju zakona ili drugog odgovarajućeg pravnog osnova ili u obliku preplaćenih isplata.

40. Na načelu solidarnosti i uzajamnosti uspostavljaju se finansijski odnosi između poslovnih subjekata s ciljem ublažavanja i otklanjanja posledica poslovnih gubitaka, elementarnih nepogoda i sličnog.

41. Na načelu bespovratnog finansiranja uspostavljaju se finansijski odnosi između poslovnih subjekata i subjekata iz finansijskog okruženja u posebnim slučajevima (bespovratno ustupljeni kapital i/ili poklon, donatorstvo i slično). Kompenzacije, regresi, subvencije i dotacije, takođe, su vidovi bespovratnog finansiranja.

8.4. Načela o izvorima finansiranja poslovnog subjekta

42. Poslovni subjekt ima obaveze prema izvorima finansiranja. Obaveze prema izvorima finansiranja su vrednosno vremensko ovlašćenje za upravljanje odgovarajućim delom imovine od strane datog poslovnog subjekta.

Osnovno razvrstavanje obaveza prema izvorima finansiranja je: (G) obaveze prema izvorima finansiranja bez čvrsto predviđenog roka dospeća (kapital i pasivno vremenska razgraničenja) i (2) obaveze prema izvorima finansiranja s predviđenim rokom dospeća (dugovi).

43. Pod obavezama prema izvorima finansiranja bez čvrsto predviđenog roka dospeća smatraju se obaveze koje dospevaju za namirenje tek u slučaju potpunog i konačnog prestanka poslovanja poslovnog subjekta ili one koje su bitio s tim izjednačene. Iznimno od toga može nastupiti umanjenje ovakvih obaveza u slučaju njihovog korišćenja za pokrivanje gubitka poslovnog subjekta.

Obaveze prema izvorima finansiranja bez čvrstog predviđenog roka dospeća su:

a) obaveze po osnovu društvenog kapitala,
b) obaveze po osnovu deoničkog kapitala, c) obaveze po osnovu uloga,
d) obaveze po osnovu rezervi,
e) obaveze po osnovu preraspoređenog dobitka iz ranijih godina.

Karakter obaveza bez čvrsto predviđenog roka dospeća imaju i pasivna vremenska razgraničenja.

44. Pod obavezama prema izvorima finansiranja s predviđenim rokom dospeća podrazumevaju se obaveze koje dospevaju za namirenje jednokratno ili u ratama u unapred poznatim određenim rokovima, i to nezavisno od ostvarivanja rezultata poslovanja poslovnog subjekta i mnogih okolnosti, izuzev od države proglašenog moratorija plaćanja.

Obaveze prema izvorima finansiranja s predviđenim rokom dospeća su:

a) obaveze po osnovu uloga sa rokom dospeća vraćanja.

b) obaveze po osnovu izdatih obveznica,
c) obveznice po osnovi ostalih finansijskih zajmova.
d) obaveze po osnovi komercijalnih zajmova,
e) ostale komercijalne obaveze,
f) ostale obaveze iz poslovanja poslovnog subjekta.

45. Ovlašćenja poslovnog subjekta za upravljanje određenim delom imovine prestaje istekom roka dospeća određene obaveze prema izvorima finansiranja. U slučaju obaveza koje nisu unapred vremenski ograničene, njihovo trajanje se, po pravilu, poklapa s trajanjem aktivnosti samog poslovnog subjekta. S obzirom na rok dospeća za namirenje, vremenski unapred ograničeno trajanje ovlašćenja za upravljanje delom imovine poslovnog subjekta je kratkoročno i dugoročno Kratkoročna obaveza prema izvorima finansiranja dospeva za namirenje u roku od jedne godine, a dugoročna obaveza prema izvorima finansiranja u rokovima dužim od toga. Međutim, u skladu s približavanjem roka dospeća namirenja nastupa preobražavanje odgovarajućeg dela dugoročnih obaveza u kratkoročne obaveze.

46. Dinamički posmatrano, pribavljanje sredstava poslovnog subjekta ostvaruje se povećanjem obima kapitala, poslovnih vremenskih razgraničenja dugova i vanposlovnih fondova. Pri tome se povećanje obima kapitala i/ili vanposlovnih fondova ostvaruje jednim delom raspodelom dobitka samog poslovnog subjekta, a drugim delom uključivo s povećanjem ukupnih dugova prilivom sredstava poslovnom subjektu, bilo iz zemlje, bilo iz inostranstva.

Umanjenjem obaveza prema izvorima finansiranja poslovnog subjekta nastaje putem isplate tih obaveza ili usled gubitka zbog čijeg pokrivanja dolazi do umanjenja kapitala, kao i uloga koji nisu kapital. a uz pristanak poverenika. do umanjenja obaveza za dugove,

47. Pripadajuća nadoknada izvorima finansiranja može bitiu unapred određenom fiksnom iznosu nezavisno od rezultata poslovanja poslovnog subjekta ili srazmerno tom rezultatu. Fiksna nadoknada je u obliku kamata i/ili zakupnina. Ovakva nadoknada pripada naročito po osnovu obaveza prema izvorima finansiranja s predviđenim rokom dospeća. Naknada srazmerna rezultatu poslovanja poslovnog subjekta pripada po osnovu obaveza prema izvorima finansiranja s predviđenim rokom dospeća.

48. U slučaju kada izvorima finansiranja pripada fiksna nadoknada, treba posebno obratiti pažnju na delovanje finansijske poluge (finansijskog leveridža). Pod tim se razumeva uticaj na rentabilnost kapitala usled postojanja dugoročnih zajmova i kredita. Inteizitet tog delovanja zavisi od razlike između kamatne stope i ukupne stope rentabilnosti poslovanja poslovnog subjekta, kao i od udela ovakvih obaveza u ukupnim obavezama prema izvorima finansiranja ili češće samo u zbiru kapitala i dugoročnih obaveza po osnovui dugova.

Jača primena finansijske poluge znači veće fiksne izdatke po osnovu kamata i eventualno drugih nadoknada izvorima finansiranja, što pretpostavlja i veći rizik ako se ne ostvare planirani efekti upotrebom uz te uslove pribavljenih

sredstava. Zato se sredstva pribavljena uz fiksnu nadoknadu mogu svrsishodno koristiti, dok je stopa ove nadoknade manja od ukupne stope rentabilnosti poslovanja poslovnog subjekta ili jednaka njoj. Tačka indiferentnosti korišćenja finansijske poluge nastaje kada se izjednače kamatne stope i, ukupna stopa rentabilnosti poslovanja poslovnog subjekta.

49. S obzirom na vlasništvo razlikuju se vlastiti i tuđi izvori finansiranja poslovnog subjekta. Odnos prema vlastitim izvorima finansiranja javlja se u oblicima kapitala, a odnos prema tuđim izvorima finansiranja u oblicima dugova.

50. U finansiranju poslovanja poslovni subjekt što celishodnije kombinuje oblike kapitala i dugova. Pri tome se obraća osobita pažnja na odnose između kapitala i dugova s gledišta usklađenosti rokova dospeća namirenja obaveza prema tuđim izvorima s rokovima priliva novčanih sredstava iz poslova u koja su uložena i na mogućnost plaćanja nadoknade izvorima finansiranja za korišćenje sredstava (kamate, udeo u dobitku i slično).

51. Poslovni subjekt koristi dugove za finansiranje trajnih, odnosno dugoročnih i povremenih potreba za novčanim i ostalim sredstvima. Trajne, odnosno dugoročne potrebe finansiraju se iz kapitala i dugoročnih dugova. Usklađenost rokova u vezi s namirenjem potreba za sredstvima s rokovima dospeća namirenja obaveza prema izvorima finansiranja bitia je za kontinuelno održavanje tekuće i krajnje platežne sposobnosti poslovnog subjekta.

52. Početni kapital poslovnog subjekta osigurava se od strane osnivača. U toku poslovanja poslovni subjekt obrazuje kapital iz vlastitog dobitka emitovanjem deonica i putem drugih ulaganja iz vlastitog izvora finansiranja. Pri raspodeli dobitka vodi se računa o izdvajanju dovoljnog dela na ime nadoknada po osnovu kapitala i ulaganja koje nije obuhvaćeno kao kapital. Ulogu kapitala igra i izdvajanje radi stvaranja n/ili povećanja rezervi. kao i postojanje preraspoređenog dobitka.

Vlastiti i sa njima izjednačeni izvori finansiranja su bitia pretpostavka za lakše održavanje i unapređivanje zdrave finansijske situacije poslovnog subjekta.

53. Poslovni subjekt pribavlja sredstva iz tuđih izvora određenim radnjama koje su različite zavisno od vrste izvora i rokova na koje izvori ustupaju sredstva, a takođe zavisno i od njihove namene. Te radnje mogu biti, na primer, izrada programa ulaganja sredstava (investicijski elaborati i slično) i/ili zaključivanje ugovora o ustupanju sredstava putem kreditiranja ili ulaganja, zatim emisijom obveznica i vrednosnih papira, tim i drugim radnjama regulišu se međusobni finansijski odnosi između izvora i poslovnog subjekta koji ta sredstva koristi.

54. Poslovni subjekt koristi za finansiranje svog poslovanja i preraspoređeni deo dobitka. Visina iznosa iz tog finansiiranja zavisi od apsolutnog iznosa preraspoređenog dobitka od dinamike njegovog pristizanja i od učestalosti njegove raspodele. Što je iznos preraspoređenog dobitka veći i što su razdoblja između odlučivanja o raspodeli dobitka duži, to je od većeg značaja ovakav način finansiranja poslovnog subjekta.

55. Poslovni subjekt koristi za osiguravanje tekuće platežne sposobnosti i za investiranje novac proistekao iz ukalkulisane amortizacije u naplaćenoj realizaciji. Značaj toga zavisi od "apsolutnih iznosa amortizacije, dospelosti obaveza po otplatama dugoročnih zajmova za osnovna sredstva i roka zamene osnovnih sredstava u upotrebi novim osnovnim sredstvima. U uslovima inflacije od posebne je važnosti da se pravovremenom i odgovarajućom revalorizacijom osnovnih sredstava i same amortizacije osigura amortizacija dovoljna bilo za finansiranje zamene osnovnih sredstavau upotrebi novim, bilo za delimičnu ili potpunu otplatu zajmova iz kojih su finansirana osnovna sredstva,odnosno da se racionalnim ulaganjem izdvojenog novca proisteklog od amortizacije sačuva njegova realna vrednost.

56. Poslovni subjekt koristi u poslovanju i prikrivene mogućnosti finansiranja, koje mogu biti trajnijeg ili privremenijeg karaktera. One se stvaraju potcenjivanjem aktive (vrednosti sredstava) uz istovremeno precenjivanje troškova koji se nadoknađuju iz ukupnog prihoda (na primer: potcenjivanje zaliha proizvodnje u toku i/ili poluproizvoda, zatim zaliha gotovih proizvoda. sve samo po pojedinim elementima cene koštanja, primena metoda NIFO ili LIFO u uslovima inflacije), odnosno precenjivanjem pasive (na primer: precenjivanje dugoročnih rezervisanja i pasivnih vremenskih razgraničenja) uz istovremeno precenjivanje troškova koji se nadoknađuju iz ukupnog prihoda. U oba slučaja iskazuje se manji čisti poslovni rezultat nego u slučaju "pune" procene. Kao posledica takve politike bilansiranja prihoda odliva se korisnicima raspodele dobitka manji iznos novca sa žiro-računa, čime se vrši prikriveno samofinansiranje.

8.5. Načela o korišćenju sredstava

57. Novac kojim raspolaže privredni subjekt može biti namenjen za poslovne ili vanposlovne svrhe. Namenu novca u prilivu uslovljava izvor finansiranja. Jednom utvrđenu namenu sredstava može promeniti subjekt koji je odredio prvobitnu namenu ako se zakonskim ili njima sličnim propisima ne odredi drugačije.

58. U poslovnom procesu novac se preobražava u sledeće nenovčane oblike: (1) vrednosne papire, (2) prelazne oblike sredstava, (3) materijalne oblike sredstava, (4) finansijske uloge, i (5) razgraničene troškove i izdatke.

Vrednosne obveznice mogu biti vlasničke (deonice), zajmovie (obveznice, komercijalni zapisi, blagajnički zapisi i certifikati o deponovanim sredstvima) ili hibridne (certifikati o uloženim sredstvima, preferencijalne deonice i participativne obveznice). Funkciju vrednosnih papira obavljaju i menice i čekovi i drugi u osnovi stvarnopravni vrednosni papiri.

Prelazne oblike sredstava čine avansi dobavljačima robe i usluga, potraživanja za različite druge akontacije, potraživanja od kupaca proizvoda i usluga i razna druga potraživanja.

Materijalni oblici sredstava su osnovna i obrtna sredstva u obliku stvari.

Finansijski ulozi sastoje se iz oročenih sredstava kod banaka i drugih finansijskih organizacija, odobrenih zajmova ostalim poslovnim subjektima. i drugim pravnim i fizičkim osobama, kao i finansijskih i drugih uloga u zemlji i inostranstvu. Razgraničene troškove sačinjavaju oni troškovi koji još nisu raspoređeni na poslovne učinke, a razgraničene izdatke sačinjavaju isplaćena novčana sredstva koja će, po pravilu, postati troškovi tek kasnije.

59. Finansijska funkcija, osim što brine o ulaganju novca, brine zajedno s drugim funkcijama i o visini angažovanja ukupnih sredstava u kružnom toku reprodukcijskog procesa poslovnog subjekta na načelima finansijske stabilnosti, likvidnosti sredstava i platežne sposobnosti.

60. Finansijske transakcije u zemlji obavljaju se nacionalnom valutom. Stoga je pojam novca, po pravilu, ograničen na zakonsko i definitivno sredstvo plaćanja. Ostala sredstva i načini plaćanja tretiraju se kao fakultativni novac.

61. Novcem se plaćaju dospele obaveze prema a) dobavljačima. b) učesnicima u dobitku po osnovu ugovora, zakona ili po nekoj drugoj osnovi, c) radnicima u obliku ličnih dohodaka i drugih ličnih nadoknada, d) zajmodavcima u obliku nadoknada i vraćanja ponućenih sredstava. e) ostalim poverenicima koji nisu obuhvaćeni tačkama od a) do d), kao i obaveza za izvanposlovne namene.

62. Obaveze se plaćaju po redosledu njihovog dospeća. Ako poslovni subjekt nema dovoljno novca (tekuće platežno je nesposoban), plaćaće najpre one obaveze koje će u slučaju neplaćanja izazvati najnepovoljnije posledice.

63. Dospele obaveze plaćaju se, po pravilu, bezgotovinski, odnosno bez prisustva novčanica, jer je takav način plaćanja siguran, brz i izaziva manje troškove. Plaćanje novčanicama vrši se u slučajevima, kada bezgotovinsko plaćanje nije moguće ili kada za poslovni subjekt imaju s ekonomskog aspekta povoljnije efekte nego u slučaju bezgotovinskih.

64. Bezgotovinska plaćanja između poslovnih subjekata mogu se odvijati neposredno ili posredno, organizovano preko izvršilaca platnog prometa. Neposredna plaćanja vrše se novčanim surogatima, bilateralnom kompenzacijom ili nekim drugim oblikom plaćanja. Organizovana plaćanja vrše se na načelu virmanskog prometa posredstvom nadležne organizacije za obavljanje platnog prometa, banaka i pošte.

65. Pri plaćanju poslovni subjekt koristi različite instrumente plaćanja. To mogu biti obrasci izvršilaca platnog prometa, propisani i uobičajeni vrednosni papiri, odnosno legalni načini plaćanja, kao što su bilateralne kompenzacije, cesije, asignacije i sl. U platnom prometu s inostranstvom koriste se uobičajeni instrumenti i načini plaćanja. Instrumente i načine plaćanja bliže određuju finansijski standardi.

66. Raspoloživi novac za plaćanje obaveza zavisi od veličine i dinamike primitka. Najznačajniji tokovi primitka novca su: a) naplata potraživanja od kupaca, b) prodaja roba i usluga za gotovinu, c) unovčavanje vrednosnih papira, d)

primici po osnovi bankarskih i dru gih zajmova, e) primici od ulagača, f) primici po osnovi deonica, ob veznica i drugih vrednosnih papira.

Izdaci su uslovljeni veličinom i dinamikom obaveza plaćanja.

67. U poslovanju s novcem nužno dolazi i do nesklada između primitaka i potrebnih izdataka. Viškove novca poslovni subjekt može (i mora) iskoristiti. To se može uraditi naročito: a) kupovanjem vrednosnih papira, b) kreditiranjem potrošača, c) kreditiranjem drugih fizičkih i pravnih lica, d) deponovanjem u bankama i drugim finansijekim organizacijama, e) ulaganjem, f) prevremeiim plaćanjem obaveza prema izvorima finansiranja, ulaganjem u materijalne oblike sredstava. Nedostatak novca eliminiše se pribavljanjem novca iz što povoljnijih izvora, kao i određenim internim merama smanjenja i odlaganja izdataka, odnosno povećanja i ubrzanja primitka.

68. Pri ulaganju viškova novca mora se voditi računa o načelima rentabilnosti, rizika i neizvesnosti, likvidnosti sredstava i platežne sposobnosti. Ovo se ostvaruje odlučivanjem o usklađenom kretanju robnih i novčanih tokova poslovanja, uzimajući u obzir sve relevantne faktore.

69. Pri ulaganju u vrednosne papire i druga ulaganja potrebno je voditi računa o riziku vraćanja. Rizik se može smanjiti tzv. portfolio selekcijom rizika, kao i prethodnom proverom boniteta i kreditne sposobnosti poslovnog partnera i/ili osiguranjem rizika. Pod bonitetom se podrazumeva ukupnost rezultata poslovanja, a pod kreditiom sposobnošću mogućnost vraćanja sredstava.

70. Sva plaćanja moraju se zasnivati na uredno sastavljenim i od nadležnih lica potpisanim dokumentima. Pre samog izvršenja plaćanja potrebno je izvršiti formalnu i suštinsku kontrolu dokumenta na kome se zasniva plaćanje.

71. Za svaku isplatu mora se tačno znati na što se ona odnosi i na kojem se dokumentu zasniva plaćanje, ne sme se dozvoliti plaćanje salda obaveza automatski ako se ne može utvrditi iz kojih se delova saldo sastoji. Isplatu neraščišćenog salda mora odobriti nadležni organ upravljanja, odnosno njegov opunomoćenik.

8.6. Načela o donošenju odluka iz delokruga poslovnih finansija

72. Osim primene ekonomske teorije odlučivanja koja se zasniva na poslovno rezultatnim tokovima, koristi se i finansijska teorija odlučivanja na osnovu novčanih i finansijskih tokova koja upućuje na vremenski stvarno sagledavanje poslovno-finansijskih efekata i finansijske situacije. Odluke iz delokruga poslovnih finansija temelje se na politici poslovnog subjekta, na razvojnim, godišnjim i operativnim planovima. Donosi ih organ upravljanja, koji može preneti donošenje određenih odluka na druge organe poslovnog subjekta. Pre do nošenja odluka potrebno je sagledati poslovne efekte tih odluka, prvenstveno one finansijske s posledicama na finansijsku stabilnost, likvidnost sredstava, platežnu sposobnost i rentabilnost.

73. S obzprom na vreme imobilizacije novca, iz delokruga poslovnih finansija mogu biti dugoročne i kratkoročne, odnosno tekuće. Kod dugoročnih odluka u pitanju su ulaganja u dugoročno vezana sredstva (osnovna i trajna potrebna obrtna sredstva, i dugoročni finansijski ulozi). Odluke na području kratkoročnih finansiranja i finansijskog poslovanja su kratkoročne finansijske odluke.

74. Inicijativu za donošenje dugoročnih finansijskih odluka, po pravilu, pokreću organi za realizaciju politike razvojnih planova poslovnog subjekta (odbori i komisije organa upravljanja), te drugi organi i pojedinci. U sklopu finansijske odluke, naročito dugoročne, sagledavaju se očekivani poslovni, a naročito, poslovno-finansijski efekti izraženi čistim primitkom (razlika primitka i tekućih izdataka) s posledicama na finansijsku stabilnost, rentabilnost, likvidnost sredstava i platežnu sposobnost poslovnog subjekta.

75. Finansijska efikasnost dugoročnih uloga utvrđuje se na temelju novčanih tokova u celokupnom vremenu efektuiranja ulaganja uzimajući u obzir vremensku preferenciju novca, odnosno vremensku vrednost novca. Problematika vremenske vrednosti novca rešava se tehnikom složenog kamatnog računa, odnosno složenog diskontovanja uz kamatnu, odnosno diskontnu stopu, kao meru vremenske preferencije novca. Finansijska efikasnost dugoročnih uloga utvrđuje se na temelju čistog primitka i iznosa uloga svedenih na početak efektuiranja projekta u koji se dugoročno ulažu sredstva.

76. Predlog dugoročne finansijske odluke sastavlja stručni organ koji obavlja poslovne finansijske funkcije, a razmatra ga najpre poslovodni organ i dostavlja organu upravljanja koji donosi odluku.

77. Stručni organ koji obavlja poslove iz finansijske funkcije izvršava donesenu dugoročnu odluku i o tome izveštava, organi upravljanja. Nakon izvršavanja odluke stručni organ prati finansijske (i druge) efekte odluke i o tome na prikladan način i u utvrđenim rokovima informiše poslovodni organ i organ upravljanja.

78. Kratkoročne finansijske odluke donosi opunomoćenik organa upravljanja na temelju prethodno usvojenih i razraćenih kriterijuma. Te kriterijume usvaja organ upravljanja na predlog stručnih službi i drugih organa i pojedinaca. O efektima kratkoročnih finansijskih odluka stručni organ koji obavlja poslove finansijske funkcije na prikladan način i u utvrđenim rokovima informiše organ upravljanja i njegove opunomoćenike.

79. Pri donošenju finansijskih odluka, naročito onih dugoročnih, nužno je voditi računa o neizvesnosti i riziku. Stepen rizika određuju razni faktori između kojih se mogu istaći vreme imobilizacije sredstava, bonitet i kreditna sposobnost poslovnih partnera s kojima se uspostavlja finansijski odnos, obim disperzije ulaganja u smislu portfolio selekcije rizika, kao i raspoloživost informacija i podataka.

80. U pripremanju finansijskih odluka treba u najvećoj meri respektovati dostignuća teorije odlučivanja, a za proračune oportunosti varijanata koristiti savremena tehnička sredstva.

8.7. Načela o planiranju finansijskih tokova i finansijske situacije

81. Planovima na području poslovnih finansija organizaciono se kontrolišu finansijski ciljevi poslovnog subjekta, kao i strategija i taktika za njihovo ostvarenje. Oni u prethodnoj fazi čine predlog za donošenje upravljačkih finansijskih odluka, a potom izražavaju donesenu odluku i ostvaruju se kroz operativno odlučivanje na njihovoj podlozi.

Sadržaj ovih planova je planiranje finansijskih tokova i finansijske situacije poslovnog subjekta, a prema nameni dele se na:

a) planove ukupnih finansijskih tokova poslovnog subjekta u određenom razdoblju s planovima finansijske situacije kao svojim završnim delom,

b) planove konkretih ulaganja s ukupnim finansijskim konstrukcijama pribavljanja sredstava i izvršavanja obaveza po toj osnovi,

c) planove osiguranja tekuće platežne sposobnosti poslovnog subjekta.

Pri izradi ovih planova uvažavaju se sva načela o poslovnom finansiranju, a pre svega načela o platežnoj sposobnosti, finansijskoj stabilnosti i rentabilnosti.

82. Ukupni finansijski tokovi poslovnog subjekta planiraju se pre svega u obliku godišnjeg i srednjoročnog plana finansiranja, investiranja, dezinvestiranja i definansiranja i u povezanosti su sa predračunskim iskazom uspeha i predračunskim iskazom stanja poslovnog subjekta.

Godišnji i srednjoročni finansijski plan u tom smislu su osnovii instrumenti utvrđivanja i sprovođenja finansijske politike poslovnog subjekta. Njima se pre svega osigurava dugoročna platežna sposobnost i finansijska stabilnost poslovnog subjekta. Za njihovu primenu i sprovođenje odgovoran je finansijski rukovodilac poslovnog subjekta.

(Metode planiranja finansijskih tokova razrađuju se u Finansijskim standardima).

83. Planovi konkretnih ulaganja odnose se na dugoročna i kratkoročna ulaganja, a po obliku to su ulaganja u osnovna i obrtna sredstva i finansijske uloge. Oni sadrže namenu, iznose i izvore, rokove tih ulaganja. izvore njihovog finansiranja i iznose obaveza prema izvorima, kao i procene njihove efikasnosti.

Ulaganja u osnovna sredstva, trajno potrebna obrtna sredstva i dugoročne finansijske uloge su dugoročnog karaktera. Plan takvih ulaganja sadrži investicijski zadatak, tekuće primitike, tekuće izdatke i čisti primitak (originalni i diskontovani).

Ulaganja u osnovna sredstva koja se ne amortizuju i u trajno potrebna obrtna sredstva imaju trajni karakter, a ostala ulaganja su privremenog, odnosno povremenog karaktera.

Kod povremenih ulaganja u obrtna sredstva plan tih ulaganja se zasniva pre svega na vrednosnom opsegu ulaganja, trajanju ulaganja i koeficijentu obrtaja.

Kod ulaganja u obliku novca, potraživanja i finansijskih uloga posebna pažnja polaže se njihovoj zaštiti u uslovima inflacije od inflacijskih gubitaka metode ocene sastavljanja, kao i finansijske efikasnosti tih ulaganja razradiće se u Finansijskim standardima.

84. Osiguranje tekuće platežne sposobnosti poslovnog subjekta planira se u obliku predračuna novčanih tokova, to jest primitaka i izdataka. Novčani tokovi u njima se prikazuju prema nameni izdataka. Ti predračuni, po pravilu, pripremaju se za razdoblje od godinu dana, a razrađuju se za kraća razdoblja (tri meseca, mesec i dekadno).

Predračun novčanih tokova je operativni instrument osiguranja tekuće platežne sposobnosti poslovnog subjekta. Za njihovu pripremu odgovoran je radnik koji neposredno rukovodi aktivnostima za održavanje tekuće platežne sposobnosti (metoda planiranja novčanih tokova razradiće se u Finansijskim standardima).

85. Planovi finansijskih ulaganja sadrže iznose. Rokove i mogućnosti plasmana viškova raspoloživog novca. Sastavljaju se u slučaju postojanja dugoročnog slobodnog novca od čistog primitka godišnje i za duža razdoblja. U slučaju postojanja kratkoročno slobodnog novca sastavljaju se u trenutku očekivanja viškova takvog novca i ko riste se u planiranju tekuće platežne sposobnosti.

8.8. Načela analize finansijskih tokova i finansijske situacije

86. Analizom finansijskih tokova i finansijske situacije utvrđuje se i objašnjava efikasnost finansijskih procesa i stanja s ciljem poboljšanja njihovog planiranja i odlučivanja s tim u vezi. Kao metoda rada u finansijskoj analizi primenjuje se upoređivanje ostvarenih i planiranih finansijskih ciljeva, utvrđivanje uzroka i posledica odstupanja i druga presuđivanja finansijskih procesa i stanja. Svoje nalaze finansijska analiza po mogućnosti, izražava pokazateljima, a njen sastavni deo je i formiranje predloga za poboljšanje finansijskih procesa i stanja. Pokazatelji će se razraditi u finansijskim standardima.

Nalazi finansijske analize moraju odražavati i realna zbivanja iz delokruga poslovnog finansiranja, a ne samo nominalna (metodi utvrđivanja realnih finansijskih procesa i stanja u uslovima inflacije razradiće se staidardima.

87. Analizom finansijskih tokova i finansijske situacije naročnto se sagledavaju i procenjuju efikasnost izvršenih uloga, ostvarenja poslovnih odnosa s izvorima finansiranja. finansijska stabilnost i platežna sposobnost poslovnog subjekta.

88. Analizom efikasnosti izvršenih uloga dovode se u računsku vezu ostvareni finansijski efekti (diskontovani čisti primici) s iznosima uloga. Pri tome se upoređuju ostvareni s planiranim efektima, utvrđuju odstupanja i njihovi uzroci, i ukazuje na mogućnost ostvarivanja većih finansijskih efekata u budućnosti.

89. Analizom dugoročnih uloga sagledavaju se i ostvarenja ugovorenih uslova uloga, pre svega pravovremenost povratka sredstava, zatim kretanje kreditne sposobnosti korisnika sredstava i uslovi i mogućnost novih uloga.

90. Analizom poslovnih odnosa sa izvorima finansiranja sagledavaju se svi aspekti korišćenja od njih primljenih sredstava, naročito uslovi i rokovi finansiranja, namirivanja preuzetih obaveza za vraćanje sredstava, kao i mogućnost korišćenja posebnih finansijskih sredstava u budućnosti. Zasebni deo te analize čini analiza korišćenja finansijskih sredstava iz vlastitih izvora.

91. Finansijska stabilnost poslovnog subjekta analizira se računskim utvrđivanje modela delova pojedinih sredstava u ukupnim sredstvima s aspekta trajanja njihove vezanosti s izvorima finansiranja, pre svega obaveza prema vlastitim i obavezama prema tuđim izvorima sredstava. Zatim se unutar obaveza prema tuđim izvorima analizira odnos između kratkoročnih i dugoročnih obaveza prema izvorima sredstava. Veći deo obaveza prema vlastitim izvorima u ukupnim obavezama. odnosno dugoročnih obaveza u obavezama prema tuđim izvorima, uz ostalo, znači i veću finansijsku stabilnost privrednog subjekta.

92. Analizom tekuće platežne sposobnosti sagledavaju se odnosi primitka i dospelih obaveza plaćanja za određena razdoblja. Pri tome, tekuću platežnu sposobnost treba svakodnevno analizirati. Periodičnu platežnu sposobnost treba analizirati na temelju pojedinačnih stanja kako bi se u računu izbeglo prebijanje dnevnih viškova novca nepodmirenim obavezama plaćanja u drugim danima. Detalji analize utvrdiće se u Finansijskim standardima. Analizu finansijskih tokova i finansijskog stanja priprema služba koja obavlja poslove finansijske funkcije poslovnog subjekta. Pri tome se koriste podaci, izveštaji, analize i informacije računovodstva.

8.9. Načela o kontroli racionalnosti upotrebe sredstava

93. U poslovnom subjektu sredstva se koriste racionalno kada se njima bilo u novčanom obliku, bilo preobraženim u materijalne i druge nenovčane oblike ostvaruju maksimalni poslovno-finansijski efekti. U tu svrhu stalno se ispituje opravdanost svih angažovanih sredstava s gledišta optimalnog iskorišćavanja proizvodnih i drugih kapaciteta. usklađenost u veličini i strukturi po fazama kružnog toka i nameni sredstava.

Kontrola racionalnosti upotrebe sredstava vrši se upoređenjem ostvarenih efekata s planiranim, zatim stvarnog stanja sredstava po svim vrstama i fazama kružnog toka s planiranim kako u ukupnom vrednosnom izrazu tako i u okviru materijalnih oblika, količinski i vrednosno. Ta kontrola pretpostavlja realnost pri sastavljanju planova.

Za iznos sredstava u novčanom obliku i u obliku surogata novca kao finansijskih uloga odgovorna je služba koja obavlja poslove finansijske funkcije. Za iznose sredstava angažovanih u obliku avansa dobavljačima odgovorne su

službe koje obavljaju finansijsku funkciju i nabavnu funkciju. Za visinu sredstava angažovanih u zalihama sirovina i drugog materijala, sitnog inventara i ambalaže odgovorne su službe koje obavljaju finansijsku funkciju, nabavnu i proizvodnu funkciju. Za visinu sredstava angažovanih u proizvodnji u toku i poluproizvodima odgovorne su službe koje obavljaju finansijsku funkciju i proizvodnu funkciju. Za visinu sredstava angažovanih u zalihama gotovih proizvoda odgovorne su službe koje obavljaju finansijsku, proizvodnu i prodajnu funkciju. Za visinu sredstava angažovanih u potraživanjima od kupaca odgovorne su službe koje obavljaju finansijsku i prodajnu funkciju.

Za visinu sredstava angažovanih u obliku osnovnih sredstava odgovorne su službe koje obavljaju finansijsku i proizvodnu funkciju i služba za investicije. Za ukupnu racionalnost korišćenja sredstava odgovorni su služba koja obavlja finansijsku funkciju i poslovodni organ poslovnog subjekta.

94. Kontrolu racionalnosti upotrebe sredstava trajno vrše služba stručne kontrole i služba koja obavlja finansijsku funkciju kao sastavni deo svoje aktivnosti. Posebne zahteve za kontrolu racionalnosti upotrebe finansijskih ili drugih delova sredstava mogu postaviti navedenim službama nadležni organi poslovnog subjekta. U posebnim poslovnim situacnjama (poslovni gubici, sanacija. stečaj, integracije) dolazi do zahteva za kontrolom racionalnosti upotrebe sredstava od strane društvenih organa.

95. Osim racionalnosti upotrebe sredstava, u poslovnom subjektu kontroliše se i zakonitost njihove upotrebe. Tu kontrolu vrše za to posebno ovlašćene osobe i službe u poslovnom subjektu, odnosno različnte inspekcijske službe izvan njega.

8.10. Načela informisanja o finansijskim tokovima i finansijskoj situaciji

96. Svrha informisanja o finansijskom okruženju, o finansijskim tokovima i finansijskoj situaciji jeste da se što kvalitetnije odlučuje o pribavljanju, korišćenju i vraćanju sredstava. Zato se i sastavljaju prikladne informacije sa odgovarajućim predlogom za donosioce odluka o toj problematici kod poslovnog subjekta.

97. Informacije o finansijskom okruženju odnose se na mogućnost finansijskog tržišta i zahteva javnih finansija.

98. Informacije iz delokruga poslovnih finansija uvek obuhvataju vrednosti i rokove. To su informacije o; a) ulaganjima, b) izvorima finansiranja, c) primicima i izdacima, d) prilivima i odlivima sredstava zajedno s čistim primicima, e) likvidnost sredstava, f) platežnoj sposobnosti, g) finansijskoj stabilnosti i h) finansijskoj situaciji. Sadržaj, metode i oblici informisanja razradiće se u finansijskim standardima.

99. S obzirom na korisnike informisanja o finansijskim tokovima i finansijskoj situaciji mogu biti namenjene: a) poslovodnom organu, b) drugim sličnim

službama i c) drugim nadležnim organima poslovnog subjekta. S obzprom na učestalost te informacije mogu biti periodične i informacije po potrebi (ad hoc), a sastavlja ih služba koja obavlja poslove finansijske funkcije. Za potrebe eksternih korisnika informacija se sastavlja s traženim sadržajem i u traženom obliku.

100. Pri izradi informacija o finansijskim tokovima i finansijskoj situaciji njihov sastavljač primenjuje savremena dostignuća teorije informacija, što podrazumeva upotrebu savremenih tehničkih sredstava za obradu podataka i korišćenje finansijskih standarda.

8.11. Načela organizovanja finansijske službe

101. Finansijsku funkciju čini skup zadataka i poslova na području poslovnih finansija kod poslovnog subjekta. Zadaci finansijske funkcije su: a) što povoljnije pribavljanje ukupnih sredstava, b) kontrola racionalnosti upotrebe svih vrsta sredstava u svrhu njihovih minimiziranja, c) osiguravanje optimalne likvidnosti sredstava i potpune tekuće i krajnje platežne sposobnosti, d) regulisanje finansijskih tokova i ostvarivanje finansijskih odnosa poslovnog subjekta.

102. Finansijska funkcija je zbog svoga zadiranja u sve pore poslovanja poslovnog subjekta svojim najvećim delom komplementarna s drugim poslovnim funkcijama, naročito s nabavnom. proizvodnom i prodajnom. Zato ni finansijska funkcija, kao ni bilo koja druga funkcija poslovnog subjekta, ne može u celosti sama izvršavati svoje zadatke već u saradnji sa drugima.

103. Izvršavanje stručnih poslova iz delokruga finansijske funkcije poslovodnog subjekta poverava se odgovarajućoj stručnoj službi koja je i/ili odeljenje, odnosno odsek šire organizaciono administrativno-tehničke celine, ili samostalna administrativno-tehnička celina. Koji će se organizacioni oblik izvođenja poslova iz delokruga finansijske funkcije primenjivati kod pojedinog poslovnog subjekta, zavisi od više okolnosti od kojih su najznačajnije: a) organizacioni oblik poslovnog subjekta. b) oblici povezanosti delova poslovnog subjekta, c) lociranost organizacionih delova poslovnog subjekta, d) struktura izvora finansiranja, e) ekonomičnost izvođenja finansijske funkcije i f) razvojne ambicije poslovnog subjekta.

104. Modeli organizacije izvođenja finansijske funkcije kod poslovnog subjekta razradiće se u finansijskim standardima.

105. Načela finansiranja poslovnih subjekata utvrđuje Savez računovodstvenih i finansijskih radnikaSrbije. Komisija za Načela finansiranja pri Savezu prati problematiku primene ovih načela i daje predloge za njihove izmene i dopune.

106. Kodeks Načela finansiranja obavezan je za sve članove organizacije računovodstvenih i finansijskih radnika Srbije, a potrebno je da ga se pridržavaju i svi drugi stručnjaci koji obavljaju poslove iz delokruga finansijske funkcije kod poslovnih subjekata.

107. Kodeks Načela[807] finansiranja čini jedinstvenu celinu s Kodeksom profesionalne etike računovodstvenih i finansijskih radnika.

108. O sprovođenju načela ovog kodeksa brine se organizacija računovodstvenih i finansijskih radnika.

109. Usvajanjem ovog kodeksa prestaje važenje Kodeksa načela finansiranja organizacija udruženog rada iz 1988. godine.

9. PRAVILA FINANSIRANJA: HORIZONTALNA I VERTIKALNA

U teoriji i praksi finansiranja iskristalisala su se određena pravila finansiranja, koja determinišu odnos sopstvenog i pozajmljenog kapitala, i strukturu kapitala preduzeća, odnos između određenih segmenata kapitala po roku raspoloživosti i odnos između određenih delova uloženih sredstava po roku vezanosti. "Vertnkalna pravila finansiranja teže da se kroz strukturu kapitala obezbedi rentabilnost, sigurnost, nezavisnost i elastičnost finansiranja. Horizontalna pravila finansiranja teže da se kroz relacije pojedinih delova uloženih sredstava posmatranih po roku vezanosti i pojedinih delova kapitala posmatranih po roku raspoloživosti obezbedi održavanje likvidnosti".[808]

9.1. Vertikalna pravila finansiranja

Vertikalna pravila finansiranja tangiraju strukturu pasive sa stanovišta obezbeđenja rentabilnosti, sigurnosti, nezavisnosti i elastičnosti, i sa stanovišta poboljšanja odnosa sopstvenog i pozajmljenog kapitala. Rentabilnost ukupnog kapitala meri se odnosom poslovnog dobitka i ukupnog kapitala (stopa prinosa na ukupan kapital), odnosom neto dobitka i sopstvenog kapitala (stopa prinosa na ukupan kapital), odnosom neto dobitka i sopstvenog kapitala (stopa rentabilnosti sopstvenog kapitala). "Sve dok je cena pozajmljenog kapitala (prosečna kamatna stopa na pozajmljeni kapital) niža od stope rentabilnosti sopstvenog kapitala. Radi maksimiranja stope rentabilnosti sopstvenog kapitala. sledstveno rečenom, struktura kapitala trebalo bi da se pomera ka pozajmljenom kapitalu, ali tada, videli smo u gore pomenutom odeljku, neto dobitak u apsolutnom iznosu pada, što ugrožava finansijsku elastičnost u smislu mogućnosti pribavljanja kapitala i otplate preskupih izvora finansiranja. Uz to, pomeranjem strukture kapitala ka pozajmljenom kapitalu raste finansijski rizik ostvarenja bruto dobitka, jer se troškovi (rashodi) finansiranja pri datoj kamatnoj stopi povećavaju srazmerno pomeranju strukture kapitala u korist pozajmljenog kapitala. Celi problem dolazi

[807] Izvorni tekst ovog Kodeksa pripremio je prof. dr Radivoj Tepšić, a izmene i dopune Kodeksa, kao i njegov prečišćen tekst uradila je Komisija na čelu sa prof. dr Ivanom Turkom.
[808] Dr J. Rodić, Poslovne finaisije, Ekonomika, Beograd, 1991. st. 53.

otuda što preduzeće u kratkim rokovima ne može da povećava i smanjuje sopstveni kapital da bi podešavalo strukturu kapitala tako da se maksimira stopa rentabilnosti sopstvenog kapitala.[809]

Sigurnost se pak odnosi na sigurnost poverilaca u procesu naplate potraživanja. Ovaj rizik poverilaca od gubitaka na potraživanjima uslovljen je strukturom kapitala koja je "pomerena u korist pozajmljenog kapitala". Sigurnost poverilaca od gubitka na potraživanja se povećava u paraleli sa porastom sopstvenog kapitala, koji ima "ulogu garantne supstance za poverioce. Sa porastom garantne supstance smanjuje se rizik poverioca.

Nezavisnost podrazumeva permanentno povećanje sopstvenog kapitala u strukturi ukupnog kapitala firme u funkciji povećanja autonomije dužnika. Autonomnost poslovne politike i nezavisnost finansijske politike se smanjuje u paraleli sa rastom rizika dužnika i sa rastom pozajmljenog kapitala u strukturi kapitala.

Elastičnost, najzad, implicira jačanje sopstvenog kapitala u strukturi kapitala. Finansijska elastičnost beleži opadajuću tendenciju sa porastom pozajmljenog kapitala, pošto preti opasiost da stopa prinosa na ukupan kapital padne ispod kamatne stope na pozajmljeni kapital.

U tom kontekstu važno je pitanje odnosa sopstvenog i pozajmljenog kapitala na koje prof. Rodić odgovara na sledeći način:[810] "Klasično (tradicionalno) pravilo zahteva da minimalni odnos sopstvenog i pozajmljenog kapitala bude 1:1 (Gerstner). U literaturi, međutim, ne postoji saglasnost oko ovog tradicionalnog pravila. Predlaže se odstupanje i naviše i naniže od tradicionalnog pravila. Tako postoji zahtev da odnos sopstvenog i pozajmljenog kapitala bude 2:1 (Bredt). a dozvoljava se da taj odnos bude i 1:3 (Lohmann)

9.2. Horizontalna pravila finansiranja

U strukturi horizontalnih pravila finansiranja egzistiraju sledeća pravila: zlatno bankarsko pravilo finansiranja, zlatna bilansna pravila, pravilo finansiranja 2:1. pravilo finansiranja 1:1 i pravilo o odnosu gotovine i kratkoročnih dugova.

Zlatno bankarsko pravilo finansiranja ima za cilj da očuva likvidnost na taj način što se čuva jednakost između imobilizacije sredstava i raspoloživosti sredstava. Ta jednakost upravo podrazumeva identitet po tačnosti i vrednosti. Zbog tog ovo pravilo prethodi zlatnim bilansnim pravilnma finansiranja po kojima "izvori finansiranja po roku raspoloživosti i po visini u okviru svakog roka moraju odgovarati, moraju da budu jednaki uloženim (vezanim) sredstvima (Gersner, Mellerowitz,Tondury- Gsellw)".[811] Međutim. u praksi dolazi do odstupanja od pravila. Zbog toga dolazi do podele na dva agregata: prvi agregat obuhvata

[809] Dr J. Rodić. op. cit., st. 54.
[810] Dr J. Rodić. op. cit., st. 56.
[811] Ibidem, st. 60.

imobilisana (dugoročna uložena) sredstva i dugoročne izvore finansiranja, dok drugi agregat obuhvata kratkoročno uložena sredstva i gotovinu. i kratkoročne izvore finansiranja. Ali zbog različitog definisanja dugoročno uloženih sredstava i dugoročnih izvora finansiranja u praksi egzistiraju dva zlatna bilansna pravila: zlatno bilansno pravilo u užem smislu i zlatno bilansno pravilo u širem smislu. Prof. Rodić u dugoročna vezana sredstva, pored osnovnih sredstava, svrstava dugoročne finansijske plasmane, date dugoročne robne kredite, trajne i dugoročne uloge u dugu preduzeća, kupljene deonice drugih preduzeća i banaka, i gubitak iskazan u aktivi. „U dugoročne izvore finansiranja spadaju sve vrste sopstvenog kapitala (nominovani - deoničarska glavnica, trajni ulozi trećih lica, odnosno ortaka, kapital inokosnog vlasnika, akumulisani neto dobitak, društveni poslovni kapital u našim uslovima, nenormirani - rezervni kapital, revalorizaciona rezerva), dugoročna rezervisanja i sve vrste dugoročnih obaveza, odnosno obaveza čiji je rok dospeća duži od godinu dana (oročeni ulozi trećih lica, obaveze po prodatim obveznicama i obaveze po uzetim dugoročnim finansijskim i robnim kreditima)".[812] Pri tome, valja naglasiti da ne postoji razlika između zlatnog bilansnog pravila u užem i širem smislu u pogledu definisanja dugoročnih izvora finansiranja već samo u pogledu definisanja vezanih (dugoročno uloženih) sredstava. "Po zlatnom bilansnom pravilu u širem smislu u dugoročno vezana sredstva, pored dugoročno vezanih sredstava definisanih po zlatnom bilansnom pravilu u užem smislu, spadaju i trajna, odnosno stalna obrtna sredstva".

Pravilo finansiranja 2:1 praktično implikuje da na 1 dinar (dolar, franak) kratkoročnih izvora finansiranja mora doći 2 dinara obrtnih sredstava. To, drugim rečima, znači da preduzeće 50% svojih obrtnih sredstava obavezno finansira iz dugoročnih izvora finansiranja i 50% iz kratkoročnih izvora finaisiranja.

Pravilo finansiranja 1:1 implicira da ,.zbir gotovine, hartija od vrednosti i kratkoročnih potraživanja bude jednak zbiru kratkoročnih izvora finansiranja", odnosno da na "svaki dinar kratkoročnih dugova dolazi dinar sredstava u obliku gotovine, hartija od vrednosti i kratkoročnih potraživanja".[813] Ovo pravilo reprezentuje osnov za merenje tzv. prvog stepena likvidnosti; dok prethodno pravilo predstavlja osnov za merenje tzv. drugog stepena likvidnosti.

Konačno, pravilo o odnosu gotovine i kratkoročnih dugova reflektuje pokušaj normiranja minimalnog iznosa gotovine u odnosu na kratkoročne dugove u cilju održavanja likvidnosti.

[812] Dr J. Rodić. op. cit., st. 61-62.
[813] Ibidem, st. 62.

10. REVIZIJA

Revizorska profesija nastala je u okviru tzv. računovodstvene funkcije, prvo u formi interne revizije, a zatim i u formi eksterne revizije na zahtev vlasnika kapitala i poverioca i investitora.

Savremena revizija inkorporira precizno utvrđene radnje i postupke koje svaki revizor primenjuje radi utvrđivanja i davanja stručne ocene u pogledu preciznosti računovodstvenih iskaza, odnosno izveštaja, koji treba da odraze vernu sliku poslovanja preduzeća. U stvari, računovodstvo preko računovodstvenog iskaza (izveštaja) odražava vernu sliku poslovanja firme, a revizija utvrđuje tačnost dotičnog iskaza na bazi poznavanja međunarodnih standarda revizije (IFAC). U tom sklopu, revizor je vrhunski računovodstveno-finansijski stručnjak koji se bavi ispitivanjem i ocenjivanjem završnih računa i celokupnog poslovanja firme, i davanjem mišljenja o tačnosti i realnosti iskazanog stanja i rezultata poslovanja.[814] Revizor, kao takav, učestvuje faktički u svakom važnom poslu u vezi sa osnivanjem, likvidacijom, reorganizacijom, bilansiranjem, fizijom, stečajem i finansiranjem. Stoga svaki revizor mora biti nezavisan, objektivan i savestan u obavljanju složenih i stručnih revizorekih, poslova. Načelo nezavisnosti, objektivnosti i savesnosti jesu imperativi profesionalne revizorske dužnosti. Samoodgovornost revizora i profesionalna revizorska tajna jesu, isto tako, imperativi u revizorskoj delatnosti u skladu sa propisnma o reviziji i statutima profesionalnih revizorskih organizacija. Zakonitost, istinitost, kontinualnost, dokumentovanost, profesionalnost i stručnost jesu važni zahtevi od svakog revizora koji, preko ispitivanja i ocenjivanja tačnosti i realnosti računovodstvenih izveštaja. vlasnicima kapitala pružaju relevantne informacije za formulisanje poslovne strategije i za vođenje tekuće poslovne politike preduzeća.

Revizija, prema tome, obuhvata realno i objektivno ocenjivanje računovodstvenih iskaza (izveštaja) pravnih lica od strane ovlašćenih revizora.[815]To je, dakle, predmet revizije. Ovom revizijom se mogu baviti sva pravna i fizička lica koja su u radnom odnosu kod tog pravnog lica pod uslovom da ispunjavaju zakonom predviđene kriterijume.[816] To su, prema tome, nosioci revizije, kao samostalne i nezavisne stručne službe.

Zakonom o tzv. komercijalnoj reviziji utvrđuju se pravni subjekti koji mogu biti registrovani za obavljanje poslova revizije. U ime revizorske firme (kompanije sa relativno velikim brojem zaposlenih i filijala) reviziju obavljaju (1) Ovlašćeni revizor, (2) Revizor i (3) Mlađi revizor.

---

[814] Dr B. Viropović. Revizorska profesija u funkciji efikasnog upravljanja savremenim preduzećem, Knjigovodstvo 8-9/90. st. 105.

[815] N Urošević, Obračunski sistem i revizija u kontekstu tržišne orijentacije, Knjigovodstvo 8-9/90, str. 13-28.

[816] Ibidem. st. 25.

Ova lica stiču zvanja na osnovu položenih praktičnih i teorijskih ispita po programu instituta za ovlašćene računovođe i revizore, koji izdaje certifikat, koji se upisuje u registar revizora.

Institut je po pravilu nezavisna profesionalna organizacija koja stiče prihode od članarine revizorskih firmi i dotacija, pored početnog osnivačkog državnog uloga. Institut donosi računovodstvene i revizorske standarde, koji imaju snagu obavezne primene. Njih se moraju pridržavati sve revizorske firme, koje su upisane u registar kod Instituta za ovlašćene računovođe i revizore (iako one stiču prihod na osnovu naplaćenih, naknada po tarifi od firme kod koje se vrši revizija).

10.1. Revizija računovodstvenih iskaza

Revizija računovodstvenih iskaza je ispitivanje računovodstvenih iskaza radi davanja mišljenja o tome da li oni objektivno i istinito prikazuju stanje imovine, kapitala i obaveza, kao i rezultate poslovanja pravnog lica.[817] Revizija računovodstvenih iskaza obavezna je za sva preduzeća, banke, organizacije za osiguranje i berze (u daljem tekstu: pravno lice).

Osim revizije računovodstvenih iskaza, po zahtevu pravnog lica, mogu se obavljati i drugi oblici revizije, i to: poslovanja, boniteta, solventnosti i specijalnih bilansa. Pod specijalnim bilansnima, u smislu ovog zakona. podrazumevaju se: osnivački, sanacioni, deobni, likvidacioni i stečajni bilans i bilans spajanja.

Reviziju računovodstvenih iskaza (u daljem tekstu: revizija) i druge oblike revizije u smislu ovog zakona obavlja preduzeće za reviziju.

Pored revizije po ovom zakonu, na zahtev pravnog lica, reviziju mogu obavljati i strana revizorska preduzeća. Preduzeće za reviziju može pružati i u usluge iz oblasti računovodstva, procene vrednosti pravnih lica i primene propisa za obračun i plaćanje poreza. Usluge pruža samo poseban organizacioni deo preduzeća za reviziju. Preduzeće za reviziju ne može obavljati reviziju kod pravnog lica kome pruža usluge. Preduzeće za reviziju ne može obavljati drugi oblik revizije koji nije naveden niti pružati usluge koje nisu navedene.

Revizija obavlja se za svaku godinu, najdocnije do 30. septembra tekuće godine za prethodnu godinu. Revizija se obavlja po odredbama ovog zakona, propisa o načinu obavljanja revizije i standardima revizije, kao i pravilnma profesionalnog ponašanja revizora. Propis o načinu obavljanja revizije donosi nadležni savezni organ.

A. Preduzeće za reviziju osniva se u skladu sa saveznim zakonom kojim se uređuje pravni položaj preduzeća, ako ovim zakonom nije drukčije određeno. Preduzeće za reviziju može osnovati domaće pravno i fizičko lice, odnosno strano pravno lice koje se bavi revizijom, pod uslovom uzajamnosti, samostalno ili zajedno. Osnivač preduzeća za reviziju može osnovati samo jedno preduzeće za reviziju. Preduzeće za reviziju može obavljati reviziju samo ako u radnom odnosu

[817] Vidi: Sl. list SRJ, br. 30/96.

ima najmanje tri revizora, od kojih jedan mora biti ovlašćeni revizor. Osnivač preduzeća za reviziju podnosi saveznom organu nadležnom za poslove finansija zahtev za izdavanje dozvole za rad. Uz zahtev osnivač podnosi:

1. ugovor o osnivanju, odnosno drugi osnivački akt;

2. predlog statuta; podatke o licima koja će obavljati reviziju, sa zvanjem ovlašćenog revizora i revizora, kao i podatke o mlađem revizoru.

Ako je osnivač preduzeća za reviziju strano pravno lice koje se bavi revizijom, uz zahtev za izdavanje dozvole za rad, pored isprava, podnosi i akt da je registrovan za obavljanje revizije i dokaz o postojanju uzajamnosti. Savezni organ nadležan za poslove finansija dužan je da odluči o zahtevu u roku od 30 dana od dana njegovog podnošenja. Rešenje o odbijanju zahteva za izdavanje dozvole za rad savezni organ nadležan za poslove finansija doneće kad iz priložene dokumentacije utvrdi da nisu ispunjeni uslovi za obavljanje revizije, propisani ovim zakonom. Rešenje saveznog organa nadležnog za poslove finansija je konačno. Uz prijavu za upis u sudski registar osnivač preduzeća za reviziju podnosi rešenje saveznog organa nadležnog za poslove finansija o izdavanju dozvole za rad.Preduzeće za reviziju upisuje se i u registar preduzeća za reviziju, koji vodi savezni organ nadležan za poslove finansija. Savezni organ nadležan za poslove finansija doneće rešenje o oduzimanju dozvole za rad preduzeću za reviziju:

1. ako obavlja oblik revizije koji nije naveden u odredbama čl. 1. i 3. ovog zakona ili pruža usluge koje nisu navedene u odredbi člana 5. ovog zakona;

2. ako ne obavlja reviziju po odredbama ovog zakona, propisa o načinu obavljanja revizije, standarda revizije i pravila profesionalnog ponašanja revizora;

3. ako je dozovla za rad izdata na osnovu neistinitih podataka osnivača;

4. ako u propisanom roku ne podnese prijavu za upis u sudski registar;

5. ako se broj ovlašćenih revizora i revizora smanji ispod propisanog broja, a preduzeće za reviziju, u roku od šest meseci od nastale promene, ne obavesti nadležni savezni organ da se broj ovlašćeih revizora i revizora povećao do broja propisanog ovim zakonom;

6. ako se ne osigura od odgovornosti za štetu koju može da prouzrokuje izraženim mišljenjem.

Rešenje je konačno.

Kad rešenje o oduzimanju dozvole za rad postane izvršno, savezni organ nadležan za poslove finansija podnosi predlog za pokretanje postupka likvidacije, u skladu sa saveznim zakonom kojim su uređeni prinudno poravnanje, stečaj i likvidacija.

B. Ovlašćeni revizor je nezavisno stručno lice koje obavlja reviziju i odgovara za pravilnost obavljanja revizije, sastavljanje izveštaja o reviziji i izražavanje zaključnog mišljenja da li su računovodstveni iskazi sastavljeni objektivni i istiniti. Revizor je nezavisno stručno lice koje obavlja reviziju u skladu sa standardima revizije, pod nadzorom ovlašćenog revizora. Mlađi revizor pomaže ov-

lašćenom revizoru i revizoru u obavljanju revizije. po uputstvima tih revizora. Zvanje ovlašćenog revizora i revizora mogu steći lica:

1. koja su jugoslovenski državljani;
2. koja imaju visoku stručnu spremu ekonomsko-finansijske struke;
3. koja imaju odgovarajuće radno iskustvo;
4. koja su položila ispit za određeno zvanje revizora;
5. koja nisu u radnom odnosu kod pravnog lica i drugog poslodavca, osim kod preduzeća za reviziju i koja se ne bave drugom profesionalnom delatnošću;
6. koja nisu osuđivana za krivična dela koja ih čine nedostojnim za obavljanje revizije.

Mlađi revizor može pomagati u obavljanju revizije ako ispunjava uslove. Zvanje ovlašćenog revizora može steći lice koje ima najmanje tri godine radnog iskustva u zvanju revizora. Zvanje revizora može steći lice koje ima najmanje dve godine radnog iskustva u zvanju mlaćeg revizora. Ispit za sticanje zvanja ovlašćenog revizora ili revizora polaže se po propisanom programu za polaganje ispita. Ispit za sticanje zvanja ovlašćenog revizora ili revizora polaže se pred komisijom koju obrazuje savezni organ nadležan za poslove finansija. Licu koje je položilo ispit izdaje se uverenje o položenom ispitu, a lice koje nije položilo ispit pismeno se obaveštava o tome. Licu koje ispunjava uslove savezni organ nadležan za poslove finansija izdaje ispravu o sticanju odgovarajućeg zvanja. Lice upisuje se u imenik ovlašćenik revizora i revizora. Ovlašćeni revizor, revizor i mlađi revizor gube zvanje ako prestanu da ispunjavaju uslove. Rešenje donosi savezni organ nadležan za poslove finansija.

C. Pravno lice odlučuje o izboru preduzeća za reviziju. Odluku o izboru preduzeća za reviziju donosi organ pravnog lica utvrđen statutom. odnosno drugim odgovarajućim aktom. Revizija se obavlja na osnovu ugovora, koji se zaključuje u pismenoj formi. Za obavljenu reviziju plaća se utovorena naknada. Naknada za reviziju koju preduzeće za reviziju ostvaruje od jednog pravnog lica ne može iznositi više od 15% od godišnjeg prihoda preduzeća za reviziju, ostvarenog po osnovu revizije.

U prvoj godini poslovanja preduzeća za reviziju neće se primenjivati ograničenje naknade. Naknada za reviziju koju ostvaruje preduzeće za reviziju od jednog pravnog lica ne može iznositi više od 40% u drugoj, odnosno 30% u trećoj godini poslovanja od iznosa godišnjeg prihoda preduzeća za reviziju, ostvarenog po osnovu revizije. Preduzeće za reviziju obavezno je da se osigura od odgovornosti za štetu koju može prouzrokovati izraženim mišljenjem ovlašćenog revizora. sadržanom u izveštaju o obavljenoj reviziji, u roku od sedam dana od dana zaključenja ugovora na osnovu koga se obavlja revizija. Dokaz o osiguranju od odgovoriosti za štetu preduzeće za reviziju dostavlja saveznom organu nadležnom za poslove finansija u roku od sedam dana od dana zaključenja ugovora o osiguranju. Preduzeće za reviziju u kome se u toku obavljanja reviznje broj ovlašćenih revizora i revizora smanji ispod broja propisanog ovim zakonom - dužno je da o

toj promeni obavesti savezni organ nadležan za poslove finansija u roku od osam dana od dana nastale promene.

Preduzeće za reviziju u kome se u toku obavljanja reviznje broj revizora smanji na jednog može završiti započetu reviziju pod uslovom da se s tim složi pravno lice kod koga se obavlja revizija Preduzeće za reviziju. koje u toku obavljanja revizije ostane bez ijednog ovlašćenog revizora, odnosno revizora, dužno je da prekine dalji rad i o tome obavesti pravno lice kod koga se obavlja revizija, kako bi to pravno lice započetu reviziju poverilo drugom preduzeću za reviziju. Reviziju ne može obavljati:

1. preduzeće za reviziju koje je akcionar, ulagač sredstava ili osnivač pravnog lica kod koga se obavlja revizija;

2. preduzeće za reviziju - kod pravnog lica koje je akcionar, ulagač sredstava ili osnivač tog preduzeća za reviziju;

3. ovlašćeni revizor, odnosno revizor koji je akcionar, ulagač sredstava ili osnivač pravnog lica kod koga se obavlja revizija;

4. ovlašćeni revizor, odnosno revizor koji je srodnik po krvi u pravoj liniji do bilo kog stepena, a u pobočnoj liniji do četvrtog stepena, bračni drug ili srodnik po tazbini do drugog stepena, bez obzira da li je brak prestao, usvojilac, odnosno usvojenik osnivača ili direktora pravnog lica kod koga se obavlja revizija, i staralac, odnosno hranilac osnivača pravnog lica kod koga se obavlja revizija.

Pravno lice kod koga se obavlja revizija obavezno je da preduzeću za reviziju stavi na raspolaganje potrebne isprave i pruži druge informacije i objašnjenja koji su po oceni revizora neophodni za sprovođenje revizije i sačinjavanje izveštaja o obavljenoj reviziji. Ovlašćeni revizor na poziv obavezno prisustvuje sednici organa upravljanja pravnog lica kad se razmatra izveštaj o obavljenoj reviziji. Preduzeće za reviziju, ovlašćeni revizor, revizor i mlađi revizor obezbeđuju tajnost informacija i saznanja o poslovanju pravnog lica kod koga se obavlja revizija. Ovlašćeni revizor, revizor i mlaći revizor ne mogu koristiti saznanja i informacije do kojih su došli u postupku obavljanja revizije za sticanje bilo kakve imovinske ili druge koristi za sebe ili drugo lice.Ovlašćeni revizor sačinjava i potpisuje izveštaj o obavljenoj reviziji, koji sadrži:

1. mišljenje ovlašćenog revizora;

2. računovodstvene iskaze koji su bili predmet ispitivanja i ocene, napomene uz računovodstvene iskaze u kojima se prikazuju značajni podaci i informacije sadržani u iskazima. napomene o zakonskim propisima, opštim aktima i računovodstvenoj praksi i napomene o metodama primenjenim u njihovom sastavljanju. Izveštaj može sadržati i dopunske podatke i informacije. shodno posebnim zahtevima pravnog lica kod koga se obavlja revizija.Preduzeće za reviziju dostavlja izveštaj iz ovog člana i saveznom organu nadležnom za poslove finansija u roku od pet dana od dana predaje tog izveštaja pravnom licu kod koga je obavljena revizija. Saveznn organ nadležan za poslove finansija ne može saopštavati ni činitn dostupnim podatke

iz izveštaja i dopunske podatke i informacije koji predstavljaju posloviu tajnu ili čije je objavljivanje zakonom zabranjeno.

Mišljenje ovlašćenog revizora sadrži:

1. objašnjenje o obimu obavljene revizije, u kome se navodi potpun naziv pravnog lica i računovodstvenih iskaza koji su bili predmet ispitivanja, i napomenu o primeni standarda revizije i/ili o razlozima zbog kojih se odustalo od primene tih standarda;

2. objašnjenje osnove na kojoj su računovodstveni iskazi sačinjeni;

3. zaključno mišljenje ovlašćenog revizora o tome da li su računovodstvenim iskazima objektivno i istinito prikazani stanje imovine, kapitala i obaveza, kao i rezultati poslovanja pravnog lica.

Zaključno mišljenje ovlašćenog revizora može biti:

1. pozitivno - da su računovodstveni iskazi objektivni i istiniti:

2. uzdržavajuće - da nema dovoljno elemenata na osnovu kojih se može izraziti mišljenje o istinitosti i objektivnosti računovodstvenih iskaza;

3. negativno - da računovodstveni iskazi nisu objektivni i istiniti.

10.2. Finansijska ekspertiza

Finansijska ekspertiza predstavlja istraživačku finansijsku delatnost od izuzetne važnosti za računovodstvenu profesiju, pošto zaključci istraživanja eksperta moraju biti jasni, tačni, precizni i istiniti u skladu sa pravilnma kodeksa profesionalne etike.

Finansijski ekspert mora poznavati gotovo sve finansijske delatnosti koje su predmet ekspertize, da zna kako da upotrebi procedure u pravcu istine, da ume da napiše svoje mišljenje i da zna da ga argumentovano brani. Stoga, ekspert mora imati široka i duboka znanja iz finansija i računovodstva.

Oblast finansijsko-računovodstvene ekspertize je imovina, finansijska delatnost firme i ekonomske transakcije preduzeća, koje su zasnovane na finansijskoj dokumentaciji i zakonskim prerogativima. Takva ekspertiza ima za cilj da "proveri" rukovođenje finansijskom delatnošću kompanije od strane menadžmenta, da analizira finansijske, kreditne i poreske aktivnosti firme. Ekspert izučava, ispituje, analizira, interpretira dokumenta i činjenice da bi se sačinio izveštaj finansijske ekspertize, koji je "ogledalo" eksperta ili njegov amblem. U izveštaju ekspert beleži zaključke svog istraživačkog rada koji omogućava i olakšava rad organa koji odlučuju ili sude. Ekspert nema ni ulogu sudije niti ulogu svedoka. On je samo profesionalni savetnik i konsultant. i zato ne sme biti shvaćen ni kao anketar ni kao sudski organ. Eksperta u finansijama treba da krasi čast i profesionalni prestiž, poslovna etika i finansijski moral, ekspertska znanja i analitička stručnost, poslovna ekspeditivnost i dokumentaciona zasnovanost, poverljivost i odanost struci, poštovanje zakona i ljudski odnos. Zbog toga, svaki ekspert ima svoj broj pod kojim je upisan u Registar korpusa eksperata i ovlašćenih revizora,

te svoja istraživanja i ispitivanja vrši samo na bazi prikupljene dokumentacije od strane kontrolnog organa i revizora.

11. OCENA BONITETA FIRME

Ocena boniteta firme podrazumeva ocenu kreditne i poslovne sposobnosti pravnog, poslovnog subjekta u datom trenutku poslovanja i na duži rok. U osnovi, radi se o bonitetu koji se iskazuje u bilansu (Goodwill) i koji, u svakom trenutku, reflektuje sposobnost firme da izvršava svoje dospele obaveze. I, upravo ta sposobnost uslovljena je brzinom cirkulacije obrtnih sredstava kroz poslovni ciklus, sposobnošću njihove brze konverzije u novčani oblik, rokom dospeća pojedinih obaveza, relativnim odnosom ukupnih obrtnih obaveza, kompozicijom finansijske strukture (relativni odnos dugova i sopstvenih izvora finansiranja) i usklađenošću obima, dinamike i strukture izvora i plasmana novčanih sredstava.

Ukupna vrednost aktive firme (zemljište, objekti, mašine, zalihe, investicije, efektiva u banci), neto vrednost firme (vrednost aktive umanjene za pasivu "equity capital"), tržišna vrednost firme (ukupna vrednost akcija firme na berzi), veličina profita preduzeća i vrednost prodaja kompanije u zemlji i inostranstvu jesu važne pretpostavke za ocenu rasta kompanije, za tzv. ekonomiju obima, za efikasno poslovanje firme i za profitabilnost preduzeća. Profit je, dakle, i ovde postavljen kao primarni cilj, s tim što se pod profitabiliošću podrazumeva odnos uloženog i ostvarenog. No, koja je najbolja mera profitabilnosti i kako se meri profitabilnost.

U teoriji i praksi se ovom pitanju prilazi različito. Uobičajena mera za profitabilnost je ipak zarada po deonici (EPS), odnosno akciji. To, pak, znači ostvareni profit po odbitku poreza i kamata. Zbog toga je EPS kod većine kompanija postavl¡en kao dugoročni cilj: doduše. kao odgovarajući dugoročni cilj može se uzeti i prinos na uložena sredstva. i prinos na angažovani kapital i prinos na raspoloživa sredstva.[818]

Za svako preduzeće, najpovoljnija struktura kapitala je ona koja maksimira tržišnu vrednost preduzeća i koristi akcionara (dividende). Zato je važan odnos preduzetničkog duga i cene akcija:[819]

$$V=B+S=B=NP$$

gde su: V - tekuća vrednost preduzetničkog duga. S - tekuća vrednost imovine (cena akcije pomnožena sa brojem akcija). N - broj akcija. R - cena akcija. V - tržišna vrednost preduzeća. Po Modiljani - Mileru V je nezavisno od proporcije između duga i imovine preduzeća. A u uslovima potpunog tržišta kapitala bez

[818] R. Odkoru, Menadžment, Svjetlost, Sarajevo, 1990. st. 34.
[819] Dr B. Kovač, Finansijska struktura i politika preduzeća u postsocijalističkom društvu u dr Z. Pijanić i dr I. Bajec, „Tržište, kapital, svojina", Ekonomika, Beograd, 1991. st. 199.

fiskalnih ograničenja vrednost preduzeća zavisi od vrednosti realnih sredstava (imovine) bez obzira na njihove prihode i njihovu distribuciju među investitorima (akcionarima). Stvari se konfiskuju tek sa uvođenjem poreza na dobit preduzeća. "Ako se kamate obično odbijaju od fiskalne osnove, zaduživanje umanjuje poreze i povećava ukupnu vrednost koja se plaća kreditom i akcionarima. Povećavanje duga, prema tome, najverovatnije povećava vrednost firme i vrednost akcija, i to upravo u razmeni poreskih olakšica i zaduživanja firme. Potpuno drugu sliku daje povećanje ličnih poreza (dohodnina) ako akcionarsko društvo želi postići takvu finansijsku strukturu da bi zajednički prinos akcionara bio najveći. Kod datog duga u strukturi preduzetničkog kapitala granični poreski dohodci postaju manji od graničnih poreskih troškova akcionara i poverilaca (viši porezi na dohodak od kamata i dividendi). Akcionarsko preduzeće će sada postići veću tržišiu vrednost ako snižava dug u svojoj strukturi kapitala. Slično važi i za uticaj inflacije: porast inflacije povećava nominalne dohotke i smanjuje realnu vrednost odbitaka od poreske osnovice, tako da preduzeća mogu povećati svoju tržišnu vrednost većim zaduživanjem. Ako država dozvoli izdavanje neoporezovanih obveznica akcionarskih društava, onda preduzeća povećavaju svoju tržišnu vrednost povećavanjem zaduživanja itd. Poreske olakšice, prema tome, postaju jako korisne za preduzeće i utiču na strukturu kapitala i tržišnu vrednost preduzeća. Finansijske odluke postaju zapravo marketiranje preduzetničkih sredstava i čitava operacija je u tome da se nađe rešenje gde će sredstva dobiti najveću tržišnu vrednost.[820]

Vrednovanje firme u razvijenim privredama tržišnog tipa inkorporiše simultano vrednovanje imovine preduzeća i biznis potencijala firme sa dugoročnim prosperitetom i rastućim trendom finansijskog rezultata. Zato je prometna vrednost preduzeća, koja su predmet kupovine i prodaje. kao tržišni - robni subjekti, različita od supstancijalne vrednosti firme (reprodukciona vrednost preduzeća kao vrednost materijalnih i nematerijalnih sredstava koja doprinose poslovnom rezultatu). Ona se svodi na čistu vrednost imovine umanjene za kratkoročne i dugoročne obaveze preduzeća (neto vrednost supstance). "Preduzeće, dakle, ima određenu supstancu kapitala koja je potrebna za njegovo funkcionisanje i rentabilnost. Vrednost prinosa (budućih očekivanih profita) zapravo je diskontovana razlika između prihoda i troškova. Ovakav diskontovani profit je zapravo najvrednija ocena vrednosti preduzeća, jer polazi od novčanih ciljeva preduzeća, odnosno prodaje poslovnih odluka (robe) na tržištu. Ovome se, prema metodologiji, obično dodaje likvidacijska vrednost (u praksi se zapravo radi o oceni gotovinskih tokova - cash flow) poslovno nepotrebne imovine[821]. No. pored vrednovanja supstance, važno je i vrednovanje upotrebne vrednosti firme (vrednost prinosa), vrednovanje budućih prinosa, vrednovanje razlike između priliva i odliva itd.

U biznis teoriji i praksi egzistiraju različite metode vrednovanja preduzeća. U sklopu finansijskog menadžmenta prof. Kovač vrednovanje firme posmatra

[820] Dr B. Kovač. op. cit. st. 201-202.
[821] Dr B. Kovač. op. cit. st. 203.

kroz direktne i indirektne metode, tj. kroz vrednovanje preduzeća na osnovu podataka o supstanci ili prinosu i kroz vrednovanje na osnovu ocene poslovne vrednosti ili godwila. Tu je, pak, i metod vrednovanja supstance i prinosa, i metod aritmetičke sredine između vrednosti supstance i prinosa. Vrednovanje supstance preduzeća predstavlja zbir svih vrsta imovine u novčanom obračunskom i materijalnom obliku.[822] U reprodukcionu vrednost preduzeća ulazi vrednost troškova svih aktivnih proizvodnih faktora preduzeća,[823] ali bez nematerijalnih vrednosti (tzv. godwil). Vrednost preduzeća je zapravo ocena nabavne vrednosti imovine preduzeća umanjene za obaveze (tuđi kapital).[824] Vrednovanje na osnovu poslovnih koristi preduzeća polazi od diskontovanja budućih profita preduzeća, odnosno od budućih poslovnih rezultata (RR) i njihovog diskontovanja (61). Sadašnja vrednost poslovanja preduzeća (XV) tako postaje suma kapitaliziranih budućih rezultata:[825]

W= PFdi

Na atraktivnost firme utiču i dividende, koje se isplaćuju akcionarima, koja zavise od neto profita i koje utiču na cenu akcija. Akcionari stiču prihode po dva osnova: po osnovu dividende i po osnovu prodaje imovine firme. Akcionari na kratak rok po pravilu preferiraju veći deo profita putem povećanja dividendi. Na dugi rok, pak, akcionari preferiraju kapitalne dohotke i povećanje preraspoređenog profita za investicije. Ove informacije su važne i za finansijski menadžment, jer i menadžeri preferiraju veći kvantum preraspoređenog profita u funkciji povećanja investicionog kapaciteta firme uz poboljšanje strukture kapitala preduzeća. Međutim, pored izraženih preferencija menadžera i akcionara, za finansijske odluke firme važni su i brojni drugi faktori, kao što su oportunitetni troškovi izdavanja novog paketa akcija, sposobnost zaduživanja, stabilnost očekivanih profita, likvidnosni položaj firme, časovia komponenta investicionih mogućnosti, inflacija, porez na profit, kamatna stopa, sopstveni i tuđi kapital itd.

11.1. Naš model ocene boniteta preduzeća

U nas se za potrebe davanja mišljenja o bonitetu preduzeća, kao potencijaliih izdavalaca hartija od vrednosti, koriste jedinstveni pokazatelji za ocenu boniteta "stanja i poslovanja preduzeća" iz zvaničnih finansijskih izveštaja, i to: (1) pokazatelji finansijske stabilnosti (finansijska sigurnost, stepen finansijske stabilnosti, stepen samofinansiranja i stepen pokrića stalnih sredstava dugoročnim izvorima finansiranja). (2) pokazatelji likvidnosti (trenutna likvidnost, tekuća likvidnost, opšta likvidnost, dani vezivanja zaliha i dani vezivanja ukupnih obrtnih sredstava). (3) pokazatelji poslovne uspešnosti (dobit po radniku, gubitak po

[822] Ibidem, st. 204.
[823] Ibidem, st. 204.
[824] Ibidem, st. 204.
[825] Ibidem, st. 204.

radniku, dobit za raspoređivanje u odnosu na ukupnu aktivu i neto-rentabilnost sopstvenog kapitala) i (4) ostali pokazatelji (pokazatelj tehničke opremljenosti rada, stepen otpisanosti opreme i struktura aktive izražena uslovio relacijom stalnih sredstava prema ukupnim poslovnim sredstvima). Ovi pokazatelji su kvantitativno predstavljeni na sledeći način:[826]

1) Prvi pokazatelj finansijske stabilnosti, tj. Finansijska sigurnost se identifikuje kao sledeća relacija:

$$\text{Finansijska sigurnost} = \frac{\text{Trajni kapital}}{\text{Ukupni izvori poslovnih sredstava}} \times 100$$

Analitička interpretacija ovog pokazatelja omogućuje utvrđivanje učešća trajnog kapitala u ukupnim izvorima poslovnih sredstava. Smatra se, naime, da je preduzeće finansijski stabilno kada u ukupnim izvorima poslovnih sredstava trajni kapital učestvuje sa 50 i više procenata.

2) Stepen finansijske stabilnosti je osnovii pokazatelj dugoročne finansijske ravnoteže, a utvrđuje se na sledeći način:

$$\text{Stepen finansijske stabilnosti} = \frac{\text{Trajni kapital+ dugoročne rezereve +dugoročne obaveze}}{\text{Stalna sredstva +zalihe}}$$

Vrednost ovog pokazatelja iznad 1 označava finansijsku stabilnost preduzeća.

3) Stepen samofinansiranja pokazuje koji je deo dugoročno vezanih sredstava finansiran iz sopstvenih izvora i konstatuje se na bazi sledeće relacije:

$$\text{Stepen finansiranja} = \frac{\text{Trajni kapital+ dugoročne rezereve}}{\text{Stalna sredstva +zalihe}}$$

Analogno predhodno prezentiranom indikatoru, poželjno je da vrednost ovog pokazatelja bude jednaka ili veća od 1.

4) Stepen pokrića stalnih sredstava dugoročnim izvorima finansiranja, poznat i pod nazivom stepen kreditne sposobnosti, kvantifikuje se na sledeći način:

$$\text{Stepen kreditne sposobnosti} = \frac{\text{Trajni kapital+ dugoročne rezereve +dugoročne obaveze}}{\text{Stalna sredstva}}$$

Smatra se da je preduzeće kreditio sposobno kada je vrednost ovog indikatora jednaka ili veća od 1. Vrednost tog pokazatelja iznad 1 označava postojanje neto-obrtnog fonda (ili neto-obrtnih sredstava).

[826] Vidi vrlo instruktivan rad: mr J. Bogićević, Ocena boniteta preduzeća u našoj zemlji, Knjigovođstvo 5/96. str. 26—28.

5) Trenutna likvidnost se izračunava stavljanjem u odnos hartija od vrednosti i novčanih sredstava, s jedne strane, i kratkoročnih obaveza. Sa druge strane, što se može prezentirati na sledeći način:

$$\text{Trenutna likvidnost} = \frac{\text{Hartije od vrednosti i novčana sredstva}}{\text{Kratkoročne obveznice}}$$

Identifikovanje pokazatelja tekuće likvidnosti podrazumeva dekomponovanje ukupne cirkulirajuće aktive na dve kategorije, i to: 1) novčana sredstva i relativno likvidna sredstva, kao što su potraživanja i hartije od vrednosti koje se u relativnom kratkom roku mogu konvertovati u novac i 2) manje likvidna sredstva, kao što su zalihe.

6) Stavljanjem u odnos prve kategorije obrtnih sredstava sa kratkoročnim obavezama izračunava se pokazatelj tekuće likvidnosti. Što se može predstaviti na sledeći način:

$$\text{Tekuća likvidnost} = \frac{\text{obrtna sredstva - zalihe}}{\text{Kratkoročne obveznice}}$$

Zadovoljavajuća likvidnost zahteva da ovaj indikator iznosi I.[827] Indikator tekuće likvidnosti veći od 1 reprezentuje povoljnu i često poželjnu finansijsku strukturu preduzeća. Obrnuto, odnos relevantnih agregata za identifikovanje ovog parametra manji od 1 pokazuje nezadovoljavajuću likvidnost.[828]

7) Opšta likvidnost se utvrđuje stavljanjem u odnos obrnutih sredstava sa kratkoročnim obavezama, što se može ilustrovati na sledeći način:

$$\text{Opšta likvidnost} = \frac{\text{Obrtna sredstva}}{\text{Kratkoročne obveznice}}$$

Analitička interpretacija ovog indikatora likvidnosti za potrebe ocene boniteta preduzeća znatno je otežana zbog nemogućnosti identifikovanja neke standardne relacije između cirkulirajuće aktive i kratkoročnih obaveza, koja bi bila opštevažeća. Poštujući činjenicu da na adekvatnost ove relacije utiču brojni opšti i specifični faktori, a pre svega struktura obrtnih sredstava (relativna likvidnost pojedinih delova obrtnih sredstava, koja se ogleda u stepenu njihove konvertibilnosti u novac) i struktura (kompozicija) kratkoročnih obaveza prema

[827] Relevantan aspekt ocene vrednosti proklamovane standardne relacije predstavlja ispitivanje strukture potraživalja. koja se najčešće a prior tretiraju kao likvidna sredstva. Ispitivanjem strukture potraživanja treba konstatovati da li ona stvarno i u kom stepenu reprezentuju likvidnu formu obrtnih sredstava. S tim u vezi neophodno je klasifikovati potraživanja prema rokovnma dospeća za naplatu i konstatovati koeficijente njihovog obrta.

[828] Kriterijum standardne relacije explicite označava da je ovaj indikator odraz pravila finansiranja „1:1" u čijoj osnovi je zahtev da osnovna sredstva i zalihe budu finansirani dugoročnim izvorima finansiranja, a potraživanja, hartije od vrednosti i novčana sredstva kratkoročnim izvorima finansiranja.

rokovima njihove dospelosti, tradicionalno zastupan odnos od "2:1", prihvaćen i u našem zvaničnom metodološkom uputstvu za ocenu boniteta preduzeća, treba krajnje oprezno interpretirati i koristiti.[829] Tako, na primer. indikator opšte likvidnosti od 3:1 može da bude nezadovoljavajući sa aspekta preduzeća u kome je predominantno učešće zaliha sa malim koeficijentom obrta u ukupnim obrtnim sredstvima, a čije kratkoročne obaveze dospevaju u bliskoj budućnosti.

8) Dani vezivanja zaliha predstavljaju relevantan pokazatelj llikvidnosti za ocenu boniteta preduzeća, a utvrđuju se na sledeći način:

$$\text{Dani vezivanja zaliha} = \frac{\text{365 dana x vrednost zaliha}}{\text{Poslovni prihodi}}$$

9) Analogno prethodnom indikatoru likvidnosti, pokazatelj dana vezivanja obrtnih sredstava se konstatuje kao sledeći odnos:

$$\text{Dani vezivanja obrtnih sredstava} = \frac{\text{365 dana x obrtna sredstva}}{\text{Ukupan prihodi}}$$

10) Prvi indikator poslovne uspešnosti je dobit (neto - prihod) po radniku, koji se utvrđuje kao sledeća relacija:

$$\text{Dobit po radniku} = \frac{\text{Dobit (neto -prihodi)}}{\text{Prosečan broj zaposlenih po osnovu časova rada}}$$

11) Indikator Gubitak po radniku omogućuje uvid u apsolutan iznos ostvarenog gubitka tekuće godine po jednom zaposlenom, a identifikuje se kao sledeća relacija:

$$\text{Gubitak po radniku} = \frac{\text{Gubitak}}{\text{Prosečan broj zaposlenih po osnovu časova rada}}$$

12) Dobit za raspoređivanje u odnosu na ukupnu aktnvu se ndentifikuje na sledeći način:

$$\text{Dobit za raspoređivanje u odnosu na ukupnu aktivu} = \frac{\text{Dobit za raspoređivanje (neto prihodi)}}{\text{Ukupna aktiva}} \times 100$$

[829] De facto, pokazatelj opšte likvidnosti je nastao kao odraz konkretizacije bilansnog pravila u užem smislu, u čijoj osnovi je generalni zahtev za finaisiranjem fisne aktive sopstvenim ili bar permanentim kapitalom, a cirkulirajuće aktive (obrtnih sredstava), kratkoročnim kapitalom.

13) Konačno, neto-rentabilnost sopstvenog kapitala se utvrđuje kao sledeća relacija:

$$\text{Neto rentabilnost sopstvenog kapitala} = \frac{\text{Dobit za raspoređivanje (neto-prihod)}}{\text{Trajni kapital}} \times 100$$

U osnovi, radi se o koeficijentima, odnosno pokazateljima, koje je propisala. Služba za platni promet (odnosno Zavod za plaćanja i obračune).

12. FINANSIJSKA SPOSOBNOST PREDUZEĆA

Bonitet firme jeste sintetički ekonomsko-finansijski termin, koji simultano inkorporiše poslovnu i kreditnu sposobnost u datom trenutku i u budućnosti. Očuvanje boniteta firme je, stoga, uslovljeno brojnim faktorima, i to: brzina cirkulacije obrtnih sredstava (obrt) u poslovnom ciklusu, sposobnost konverzije u novčani oblik, rok dospeća obaveza, struktura ukupnih obrtnih obaveza, kompozicija finansijske strukture, struktura dugova, struktura izvoza finansiranja, planiranje i usklađivanje obima, dinamike i strukture izvora i plasmana finansijskih resursa, izbor operativne finansijske taktike upravljanja celokupnim sistemom poslovnih finansija firme, kapacitet emitovanja hartija od vrednosti, kratkoročna i dugoročna finansijska ravnoteža preduzeća, struktura imovine firme, struktura poslovnog i proizvodnog programa, koeficijent uspešnosti poslovanja preduzeća. razvoj preduzeća, nivo kreditne sposobnosti, koeficijent profitabilnosti firme, likvidnost i solventnost preduzeća, finansijski rezultat i dobit.

Ekonomska i finansijska ocena cene izvora finansiranje u savremenoj preduzetničkoj i menadžerskoj praksi najjednostavnije proističe iz komparativne analize dividende i kamate. Naime, dividenda je u principu uvek viša od kamate, prvenstveno zbog rizika ostvarenja prinosa od uloženog kapitala. Dividenda direktno zavisi od poslovnog rezultata, odnosno od neto finansijskog rezultata. Zato dividenda (stopa) varira i fluktupra. Kamata je fiksna veličina i u pravilu ne zavisi od finansijskog rezultata. Zbog toga je za vlasnika kapitala isplativije da svoja raspoloživa finansijska sredstva preferentno ulaže u deonice (akcije) nego u obveznice. A to je upravo važna razlika u ceni akcije i obveznice kao izvora finansiranja firme.

Pored toga, valja istaći da se samo iz neto finansijekog rezultata isplaćuje dividenda. Dividenda, samim tim, indirektno ulazi, preko bruto finansijskog rezultata, u poresku osnovicu. Kamata, međutim, pada na teret prihoda. I, pošto direktno umanjuje prihode preduzeća, kamata u poreskom bilansu ne ulazi u poresku osnovicu. Kamata dakle, direktno umanjuje poreze na finansijski rezultat. Samim tim, emitovanjem obveznica firma ostvaruje uštedu u porezima, pošto se na indi-

rektan način fiskus (koji treba da ide državi) konvertuje (pretvara) u kamatu (koja ide vlasnicima obveznica).

Tradicionalni koncepti analize kreditne sposobnosti inkorporišu (1) kapital tražioca kredita, (2) kapacitet (proizvvodni i finansijski) i (3) tzv. 3 CS (Chaster, Caraspy i Capital),[830] mada američka bankarska praksa tome dodaje i analizu rezultata poslovanja zajmotražioca, analizu stope profita u odnosu na fiksni i obrtni kapital preduzeća, analizu unovčivosti zaliha, analizu obima prodaje preduzeća u odnosu na osnovii obrtni kapital, analizu stabilnosti finansijskog poslovanja firme i analizu budućeg dohotka i postojećeg duga. Stoga se i procena vrednosti kapitala (i tržišne reputacije firme) utvrđuje po pravilu pre davanja jemstva za emisiju vrednosnih papira preduzeća. Kreditor ulagač teži da minimizira rizik te traži odgovarajuću soluciju duga i akcionarskog kapitala putem operative finansijskog leverage-a. Pri tome se leverage prezentuje kao relativni odnos kamate i neto poslovne dobiti, odnosno kao relativni odnos čistog duga i ukupnog kapitala po tržišnoj vrednosti. Evropske banke tome dodaju i osiguranje naplate datog kredita putem menice, cesije, jemstva i zaloge, pošto već znaju sliku strukture imovine, kapitala i finansiranja, rentabilnosti i rizika. U pojedinim zapadnoevropskim zemljama koriste se suptilii metodi finansijske analize, kao što su: prinos sredstava po odbitku kamata i poreza, stabilnost prihoda u desetogodišnjem poslovnom trendu, servisiranje duga, preraspoređeni prihodi u bilansu prema ukupnim sredstvima (kumulativna rentabilnost), koeficijent likvidnosti, odnos neprefereicijalne akcije i ukupnog kapitala (kapitalizacija). Konačno. u upotrebi su i odobreni finansijski koefncijenti, koji se koriste za predviđanje budućih performansi privrednih subjekata: (1) novčani tok / ukupni dug, (2) neto dohodak / ukupna sredstva i (3) ukupan dug / ukupna sredstva.[831]

U savremenoj teoriji i praksi poznati su brojni analitički postupci za utvrđivanje kreditne sposobnosti preduzeća: (1) metod uporedne analize (Comparativ method), (2) metod racio analize (Ratio method of analyisis), (3) analiza saz flow-a, (4) metod analize trenda (Trend percentage method), (5) metod analize izveštaja o finansijskoj snazi preduzeća Statment of finansial position), (6) metod predviđanja (Forecasting) i (7) proforme finansijskih izveštaja (Pro forma statements).[832]

Ovim postupcima je zajedničko to što se baziraju na načelima prezentacije poslovnog uspeha, finansijskih indikatora o uspešnosti poslovanja firme i naučnim standardima ekonomsko-finansijske analize. Prezentovani analitički postupci oslanjaju se na bilanse uspeha i bilanse stanja. na odnose bilansnih funkcionalno povezanih bilansnih pozicija (racio likvidnost - Liqvidity Ratios, racio rentabilnosti - Profitability Ratios i racio delotvornosti - Activity Ratios), na bilanse prihoda

[830] Dr J. Kovačević, Prilog analzi kreditne sposobnosti. Finansijska praksa 1-2/91 st. 25.. B. Živković i Ž. Vidić. Analiza i ocena kreditne sposobnosti, Jugoslovensko bankarstvo 5/89.
[831] J.R. Franks I J.E. Brovles, Modern Managerial Finance, John Wiley and Sons, 1979. St. 223.
[832] Dr J. Kovačević, op. cit., st. 28.

i rashoda, bilanse stanja i projekcije gotovine, izveštajne prikaze novčanih tokova itd.

No, i pored toga, u savremenoj poslovno-finansijskoj teoriji i praksi ističe se potreba iskazivanja sledećih pokazatelja u kreditiom zahtevu, koji na pregledan i sistematičan način indikuju performanse poslovanja firme:[833]

Pregled sistematizovanih pokazatelja uslova i rezultata poslovanja

Red. br. pokazatelja	Naziv pokazatelja	Rezultat preduzeća	Redosled na rang listi gruiacije	Prosek grupacije	Najpovoljniji rezultati u grupaciji
1	2	3	4	5	6
I. Pokazatelji tehničko-tehnološke opremljenosti					
1.	Tehnička opremljenost (vrednost opreme po zaposlenom)				
2.	Prosečno korišćena poslovna sredstva po zaposlenom u din.				
3.	Stepen tehničko-tehnološke opremljenosti opreme u %				
4.	Struktura osnovnih sredstava u %				
P. Pokazatelji akumulacije					
5.	Akumulacija u dohotku u %				
6.	Akumulacija u dobiti u %				
7.	Porezi i doprinosi u dohotku i dobiti u %				
8.	Porezi i doprinosi po zaposlenom u dinarima.				
Š. Pokazatelji kreditiranja					
9.	Trajni izvori poslovnih sredstava u ukupnim izvorpma u %				
10.	Udružena sredstva u ukupnnm izvorima u %				
II.	Dugoročni krediti za obrtna sredstva u ukupnim izvorima u %				

[833] Dr J. Kovačević, op. cit., st. 34-36.

13.	Krediti za osnovna sredstva u ukupnim izvorima u %				
IV. Pokazatelji radnog potencnjala					
14.	Udeo visoke stručne spreme u ukupnom broju zaposlenih u %				
1.5.	Udeo VK i VSE u ukupnom broju zaposlenih u %				
16.	Udeo KV i SES u ukupnom broju zaposlenih u %				
17.	Dinamika prosečnog broja zaposlenih na osnovu staža krajem meseca				
18.	Dinamika prosečnog broja zaposlenih po osnovu „sati rada”				
V. Pokazatelji dinamike					
19.	Dinamika ukupnog prihoda				
20.	Dinamika prihoda				
21.	Dinamika prihoda ostvarenih na stranom tržištu				
22.	Dinamika troškova				
23.	Dinamika dohotka				
24.	Dinamika dobiti				
25.	Dinamika ličnih dohodaka				
26.	Dinamika prosečno korišćenja osnovnih sredstava				
27.	Dinamika obrtnih sredstava				
28.	Dinamika amortizacije				
VI. Pokazatelji produktivnosti rada u finansijskom izrazu (u din.)					
29.	Ukupan prihod po zaposlenom				
30.	Dohodak po zaposlenom				
31.	Dobit po zaposlenom				
32.	Čist lični dohodak po zaposlenom (neto) mesečni prosek				
33.	Akumulacija po zaposlenom				
34.	Akumul. preduzeća po zaposlenom				
35.	Fondovi po zaposlenom:				
VII. Pokazatelji uspešnosti korišćenja sredstava i opreme					
36.	Priznati randman osnov. sredst. u %				
37.	Koef. obrtaja obrtnih sredstava				
38.	Prosečno korišćena poslovna sredstva po zaposlenom				

VIII. Pokazatelji akumulntivnosti i rentabilnosti					
39.	Akumulat. ukupnog prihoda u %				
40.	Akumulativnost uloženih sredstava u %				
41.	Interna akumulacija u %				
42.	Akumulativnost u odnosu prema dohotku u %				
43.	Akumulativnost prema dobiti u %				
IX. Pokazatelji ekonomičnosti poslovanja					
44.	Utrošena sredst. u ukup. prih. V %				
45.	Ukupan prihod prema društvenim sredstvima u %				
46.	Troškovi materijala u ukupnom prihodu u %				
X. Pokazatelji reproduktivne sposobnosti					
47.	Stopa reproduktivne sposobnosti				
48.	Dinamika reprodukt. sposobnosti				
49.	Dovršene investicije prema ostvar., rezult. za reprodukciju				
50.	Invest. u toku prema ostvarenim sredstvima za reprodukciju				

Finansijska struktura u načelu reflektuje odnos između sopstvenog i pozajmljenog kapitala, odnosno između sopstvenih i pozajmljenih izvora finansiranja, koji se pravno-formalno izražava u pasivi bilansa stanja, kao periodičnog izveštaja o finansijskoj situaciji preduzeća.[834]Tako definisana finansijska struktura ima horizontalni i vertikalni aspekt opservacije. Horizontalni aspekti finansijske strukture tangira međuzavisnost strukture sredstava u aktivi i strukture izvoza finansiranja u pasivi. Vertikalni aspekt finansijske strukture odnosi se pak na sastav izvora finansiranja u pasivi nezavisno od strukture sredstava u aktivi.[835]U praksi su oba aspekta važna, naročito pri ocene finansijske sposobnosti i izračunavanja tzv. marže sigurnosti i tzv. stepena pokrića.

U procesu utvrđivanja finansijske sposobnosti za dugoročna ulaganja valja uvek polaziti od tzv. marže sigurnosti firme, kao važnog parametra za odluku budućeg kreditora (efektivnog ili potencijalnog). To pak implicira determinaciju (obligatnu) odnosa sopstvenih dugoročnih i pozajmljenih (tuđih) izvora. Iz odnosa ukupnih sopstvenih dugoročnih izvora sredstava (SDis) i ukupnih pozajmljenih dugoročnih izvora sredstava (PDis) formira se koeficijent marže sigurnosti (Kms):

$$Kms = SDis / Pdis$$

[834] Dr J. Kovačević. Prilog analizi kreditne sposobnosti: Finansijska praksa 1-2/91. st. 37-38.
[835] Ibidem. st. 38.

koji treba da je uvek iznad 1 da bi se preduzeće moglo dugoročno zaduživati i rentabilio poslovati, a banka osigurala od rizika ulaganja.

No, za ocenu finansijske sposobnosti firme za dugoročna ulaganja važan je i tzv. koeficijent stepena pokrića (Ksp), koji reflektuje odnos između ukupnih trajno vezanih sredstava (Tvs) i ukupnih pozajmljenih dugoročnih izvora (Pdi):

$$Ksp = Tvs / Pdi$$

da bi se utvrdila činjenica pokrivenosti novčanih jedinica tuđih uloženih vrednosti u pasivi realnim vrednostima vezanih (trajnih) sredstava u aktivi. I taj koeficijent treba da je veći od 1 da bi preduzeće moglo uložiti u nove kredite bez ulaženja kreditora u visok rizik.

13. FINANSIJSKI INFORMACIONI SISTEM FIRME

Finansijski informacioni sistem firme u kome se odvija finansijsko poslovanje i raspolaganje sredstvima ima zadatak da snabdeva upravljački sistem informacijama iz novčanog i kreditiog sistema, tržišta novca, mogućnosti udruživanja sredstava i sl.[836] U našim uslovima, primarni korisnici finansijskih informacija jesu radnici u preduzeću. i to ne samo kao upravljači i oni što odlučuju o dohotku, nego i sa svojih ličnih aspekata, koji odlučuju o radnim i životnim uslovima. Informisanje radnika naglašeno je i u Ustavu i Zakonu o preduzeću. Osim informacija za radnike koji donose odluke o kojima su potrebne jednostavno i jasno izražene informacije za ocenu stanja, potrebne su stručne i detaljne informacije za poslovodne i finansijsko-stručne radnike. Ovo navodi na zaključak da je potrebno izraditi rukovodstveno-stručni deo finansijskog informacionog sistema, pa iz njega izvesti pojednostavljene izveštaje za radnike sa bitiim elementima. Tako, na primer, sasvim je moguće sačiniti jednostavnu, ali potpunu bilansnu šemu sredstava za informaciju radnicima: obrtna sredstva - tekuće obaveze = dugoročni izvori obrtnih sredstava + osnovna sredstva + udružena sredstva + dugoročne obaveze = trajni izvori sredstava.

Polazeći od toga, za neku konkretnu firmu mogu se odrediti potrebe za finansijskim informacijama:

- samoj firmi neposredno.
- onim organizacijama sa kojima se udružuju sredstva.

Ne upuštajući se u detalje, dajemo osnovie vrste informacija prema područima:

- informacije o likvidnosti i solventnosti - obaveze i stanje sredstava:
- tokovi novčanih sredstava, priliv, odliv, stanje:
- tokovi transformacije sredstava, zalihe potraživanja:

[836] Dr R. Crnković (Red.). op. cit. i dr V. Zeremski. op. cit.57

- tokovi finansiranja, interno i eksterno finansiranje:
- informacije o prihodu, dohotku, raspodeli, akumulaciji i sl.;
- informacije o celokupnoj finansijskoj situaciji:
- informacije o mogućnostima udruživanja sredstava itd.

Finansijske informacije, kao što je istaknuto, prvenstveno su potrebne radnicima u firmi. Finansijski informacioni sistem može se izgraditi samo za organizaciju, ali je racionalnije izraditi finansijsko-upravljački sistem za organizaciju u okviru posebne finansijske službe ili interne banke. Na ovaj način je moguće organizovati efikasno međusobno informisanje preduzeća i radnika u njima. Računovodstvo može biti osnovii izvor finansijskih informacija o događajima u organizaciji i odnosima s njenom sredinom u pristupu sadašnjosti, prošlosti i budućnosti. Te informacije treba dopuniti finansijskim gledanjem. Svakako, stručni osnov je u posebnom računovodstvu novčanih tokova, koje mora biti organizovano i doterano za potrebe finansija preduzeća.

Da bi se sprovelo u život načelo obaveštavanju radnika u preduzeću, prema Zakonu. određeni su pokazatelji na osnovu kojih se iskazuju rezultati rada radnika i poslovanja firme. Za potrebe organizacije udruženog rada i za upravljanje i poslovanje, pored propisanih obaveznih pokazatelja, potrebni su i drugi, koji zajedno treba da predstavljaju jedinstveni sistem. Služba društvenog knjigovodstva objavljuje podatke koje privredne organizacije dostavljaju u okviru završnog računa i periodičnih obračuna. Sve te podatke objavljuje institucija za platni promet, s jedne strane, za ukupnu privredu i njene grupacije, a s druge, za ukupnu privredu pojedinih republika i pokrajina.

Samoupravno informisanje jeste značajna pretpostavka za uspešno upravljanje i poslovanje firme. Kvalitet, brze i redovite informacije su uslov za demokratsko odlučivanje. Za poslovno odlučivanje su od posebnog značaja informacije o finansijskoj situaciji firme, o likvidnosti, rentabilnosti poslovanja i ulaganja, o stanju depozita i o novčannm tokovima, o stanju dugovanja i potraživanja, o finansiranju tekuće reprodukcije i razvoja firme. Informacije iz oblasti finansijske i računovodstvene funkcije su, stoga. osnova za razvoj društveno-ekonomskih odnosa internog i eksternog tipa u samoupravnom društvu i osnova za odlučivanje radnika u preduzeću.

U strukturi finansijskih informacija od posebne važnosti su informacije koje se odnose na pokazatelje o likvidnosti (odnos obrtnih sredstava prema tekućim obavezama, odnos novčanih sredstava i potraživanja prema tekućim obavezama), na pokazatelje o leveridžu (odnos sopstvenih sredstava sa obavezama prema ukupnim sredstvima i odnos dobiti prema izdacima za kamate) i na pokazatelje o rentabilnosti (odnos dobiti prema ukupnoj realizaciji, odnos dobiti prema ukupnim sredstvima i odnos dobiti prema vlastitim sredstvima).

Finansijsko informisanje u skladu sa ciljevima finansijske funkcije i finansijske politike ima zadatak da pruži blagovremene i precizne informacije sa područja finansijskog planiranja, finansijske analize, isplate finansijskih obaveza i na-

plate potraživanja, kontrole finansijskih dokumenata, korišćenja sredstava i izvora finansiranja, kamatnih stopa na tržištu novca i kapitala. tržišne vrednosti hartija od vrednosti, deviznih kurseva, zajedničkih ulaganja, sanacije itd.

14. MENADŽMENT INFORMACIONI SISTEM (MIS)

Informacija reprezentuje novi kapacitet povećanja znanja, koja reducira neizvesnost i rizik donošenja pogrešne odluke i povećava verovatnoću donošenja prave odluke. Informacija je resurs preduzeća koji olakšava upravljanje ostalim resursima. Zato je informacija postala specifična roba. koja ima svoju cenu. Vrednost ove robe ne opada sa njihovim korišćenjem već raste. Njihova prodaja donosi prihod prodavcu informacije. A onaj ko prodaje informacije ne ostaje bez njih čak i kada ih proda. Posebno je značajna menadžerska informacija. koja je relevantna za akciju.

U tom kontekstu, menadžment informacioni sistem-MIS (upravljački informacioni sistem - UIS) predstavlja formalni kompjuterizovan (ili ručni) sistem u organizaciji koji obezbeđuje menadžerima neophodne informacije koje se koriste u procesu donošenja odluka.[221] "U praksi firme, preduzeća u razvijenim zemljama to je kompjuterizovan informacioni sistem koji omogućava da menadžerima budu dostupne tačne i pravovremene informacije koje su neophodne da bi se olakšao proces donošenja odluka i da bi se omogućili efektivno odvijanje planiranja, kontrole i operativnih funkcija. UIS obezbeđuje informacije koje se odnose na prošlost, sadašnjost i na projektovanu budućnost, kao i na važne događaje unutar i van organizacije".[837]

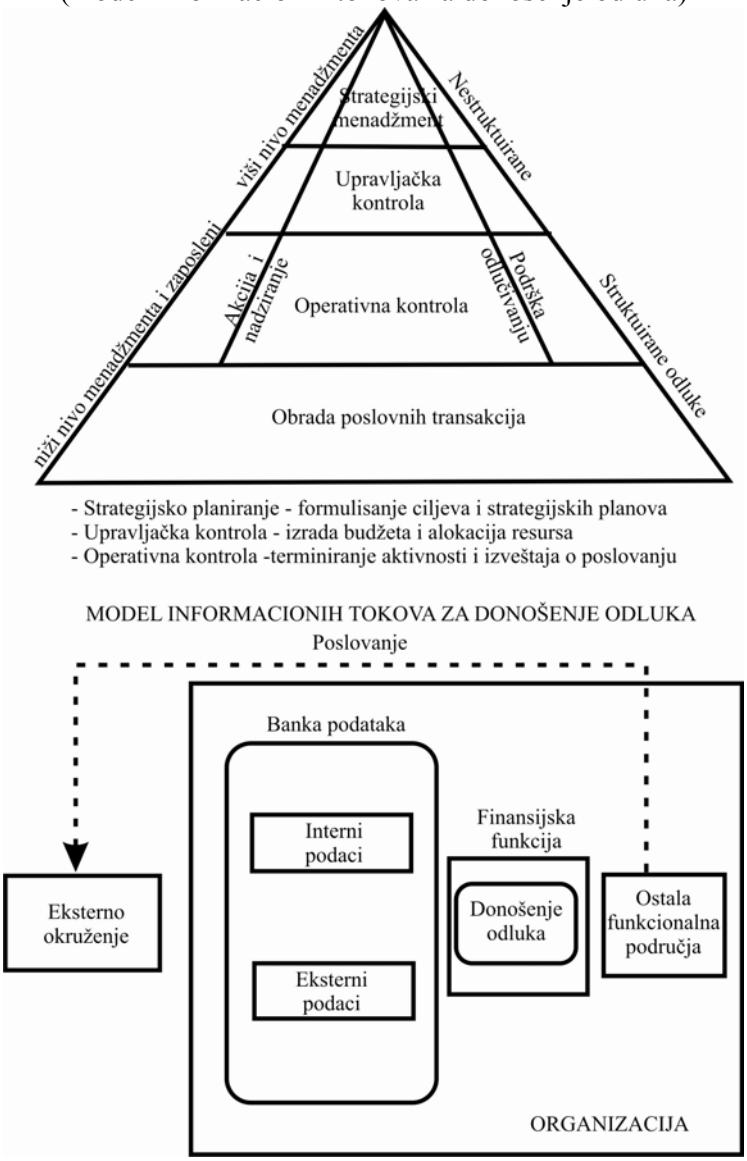
Inputi u MIS-u sastoje se po pravilu iz sirovih podataka prikupljenih u proizvodnji, prodaji, kupovini, finansijama. Vrednost informacija zavisi od kvaliteta blagovremenosti, količine i relevantnosti. Za menadžere je važna dovoljna količina informacija za donošenje precizne odluke. Kvalitet informacija je, isto tako od izuzetne važnosti za menadžere koji donose odluke o plasiranju kapitala sa maksimalnom stopom oplodnje kapitala. Jedino tada se opravdava porast troškova prikupljanja informacija uporedo sa povećanjem kvaliteta informacija. Blagovremenost informacija je, takođe, izuzetno važna stvar, jer vremenska dimenzija preduzimanja ili nepreduzimanja odgovarajućih akcija neposredno utiče na dobitak ili gubitak. Konačno, relevantnost informacija za svakog menadžera je od presudnog značaja za valjano ispunjenje obaveza i zadataka sa odgovoriostima.

Informacije u osnovi predstavljaju resurs organizacije kao celine, a ne delova. To pak znači da informacije iz finansija. kao funkcionalnog područja, treba da su dostupne svim menadžerima sa svih funkcionalnih područja zbog efikasnog sprovođenja funkcionalnih strategija. No. struktura upravljačkog

[837] C.Parker, Menagement Information Syistem, Me Grow-Hill, N.York, 1989.st. 148-149, R. Hodgetts I D.Kuratka, Menagment Harcourt Braco Jovanovic, San Diego, 1989., st 114

informacionog sistema (UIS) može se prikazati i posredstvom organizacionih funkcija i posredstvom pojedinih aktivnosti menadžmenta. Podsistemi MIS-a su sada (1) makretinški, (2) proizvodni, (3) logistički, (4) kadrovski, (5) finansijski, (6) računovodstveni podsistemi. Pri tome se obično naglašava da baze podataka predstavljaju primarno sredstvo koje reintegriše navedene podsisteme. No, naglašava se i činjenica da se u modelu tokova informacija za donošenje odluka banka podataka sastoji od internih podataka i eksternih podataka, koji imaju informacioni potencijal.

Nivoi menadžmenta. Vrste odluka i UIS kao piramida
(model informacionih tokova za donošenje odluka)



U eksterne informacije, koje utiču na budućnost firme, obično se klasifikuju socijalne informacije, ekonomske informacije, informacije o kupcima, političke informacije, marketinške informacije, informacije o konkurenciji itd. Sa aspekta budućeg poslovanja firme važne su i interne informacije iz oblasti proizvodnje, finansija, kadrologije i marketinga. Radi se, zapravo, o sledećim informacijama:

1. iz oblasti proizvodnje
   - informacije o opremi
   - informacije o proizvodima, koje će firma proizvodnti u budućnosti
   - informacije o sadašnjim i budućim zalihama
   - informacije o kvalitetu
   - informacije o količini
2. iz oblasti finansija
   - informacije o toku gotovine
   - informacije o fondovima preduzeća
   - informacije o dividendama
   - informacije o stopi prinosa na investicije
   - informacije o dugovanjima
   - informacije o potraživanjima
   - informacije o amortizaciji
   - računovodstvene informacije
3. iz kadrovske funkcije
   - informacije o kvalifikacionoj strukturi
   - informacije o zaradama i
   - informacije o korišćenju ljudskih resursa
   - informacije o obuci kadrova
4. iz oblasti marketinga
   - informacije o propagandi
   - informacije o proizvodima
   - informacije o prodaji
   - informacije o distribuciji
   - informacije o tržišnim konkurentnma
   - informacije o formiranju cena

Konačno, kontrola funkcije implicira razuđenu strukturu informacija koje se odnose na tzv. internu efikasnost, na dobit i na troškove. Kontrola u tzv. decentralizovanim preduzećima podrazumeva informacije za procenjivanje pojedinih funkcionalnih oblasti i organizacionih jedinica koje u praksi kompanija predstavljaju centre dobiti i centre troškova.

5. DEO

UPRAVLJAČKE POSLOVNE FINANSIJE I KORPORATIVNO FINANSIRANJE

Država bez deficita ili premalo
radi za svoju budućnost ili suviše
zahvata od svoje sadašnjosti.
Lorenz von Stein

Šta je vrednije od zlata? - Dijamant. Od dijamanta? - Znanje.
Od svih dobara na svetu znanje je najbolje: ono se ne može ni uzeti,
ni dati, ni kupiti, ni prodati; ono ostaje zauvek tvoje, kad ga
jednom stekneš.
Hitopadesha

GLAVA PRVA

TEORIJSKI PRISTUP FINANSIRANJU PREDUZEĆA

1. SISTEMI I OBLICI FINANSIRANJA

Preduzeće za obavljanje svoga poslovanja treba da raspolaže odgovarajućim sredstvima do kojih firma dolazi kupovinom - nabavkom. Sredstva stavlja u funkciju, jer valja nabaviti mašine i sirovine, obaviti njihovu transformaciju i prodati gotove proizvode, kako bi se novac prodaj om gotovih proizvoda ponovo transformisao u sredstva za proizvodnju i tako nastavio kružni tok sredstava. Preduzeće mora raspolagati dovoljnim iznosom novčanih sredstava za nabavku predmeta rada i sredstava rada, jer se predmet rada neprekidno troši.

Poslovi i postupci u vezi sa obezbeđivanjem neophodnih sredstava za rad čine finansiranje. U svakoj firmi finansiranje u osnovi znači obezbediti i staviti organima upravljanja sredstva na raspolaganje, kako bi oni osigurali samostalnost i sigurnost u radu. Za finansiranje se mogu obezbediti sredstva iz sopstvenih i tuđih izvora.

Finansiranje u užem i širem smislu. Novčana sredstva su potrebna svakoj firmi da bi podmirila svoje tekuće potrebe, kao i za povećanje obima rada. Sredstva potrebna za tekuće poslovanje čine finansiranje u širem smislu.[838] Samim tim, finansiranje u užem smislu predstavlja nova ulaganja u proces rada, jer se time povećavaju ukupna sredstva. Finansiranje u širem smislu znači promenu u strukturi sredstava, povećavaju se novčana sredstva.

Povremeno i trajno finansiranje. U procesu rada, finansijska sredstva mogu biti vezana trajno ili povremeno, što zavisi od toga da li se finansiraju trajne ili povremene potrebe. Da bi firma nesmetano obavljala redovno poslovanje, ona mora raspolagati izvesnim iznosom sredstava koja trajno može koristiti. Sredstva za ovakvo poslovanje preduzeća obezbeđuju u svojim fondovima. Ta sredstva se formiraju u toku poslovanja kroz raspodelu dohotka, te čine trajna poslovna sredstva.

U poslovanju firme nastupaju i potrebe kada treba privremeno povećati sredstva u funkciji. To se dešava u slučaju uvoza i stvaranja određenih zaliha u sirovinama, materijalu ili u slučaju izvora stvaranjem zaliha u gotovim proizvodima i sl.

Aktivno i pasivno finansiranje. Aktivno finansiranje je takvo finansiranje koje za finansijera donosi određenu korist u vidu kamate. Ta kamata je aktivna zato što finansijer (banka ili druga firma) daje svoja novčana sredstva na korišćenje

[838] Veliki finansijski priručnik, tom I I II, Privredni pregled, Beograd, 1977.

drugoj privrednoj organizaciji po ugovoru na određeno vreme i pod određenim uslovima. Organizacija udruženog rada, koja koristi sredstva, plaća kamatu na sredstva koja koristi, što znači da je ovo finansiranje, sa stanovišta korisnika, pasivno finansiranje. Aktivno finansiranje je, pak, osnovna delatnost banaka.

Interno i eksterno finansiranje. Osnovni ekonomski razlog za finansiranje u svakoj firmi jeste snabdevanje procesa rada potrebnim sredstvima. Tako se finansiranjem obuhvataju proizvodnja i promet. Potrebe za finansiranjem kod proizvodih preduzeća vezane su za izgradnju odgovarajućih proizvodnih kapaciteta, za nabavku sredstava rada, za finansiranje zaliha i repromaterijala. Kod firmi, koje se bave prometom, finansiranje je vezano za potrebe izgradnje objekata i nabavku inventara, za potrebe određenih zaliha koje se formiraju radi sigurnijeg i potpunijeg snabdevanja tržišta i prodaje (dok se ne naplati potraživanje). Prema tome, u ekonomske razloge finansiranja spadaju: finansiranje proizvodnje, finansiranje prometa, finansiranje novih investicija i finansiranje sanacija, ali i finansiranje stanova, obrazovanja, odbrane i sl.

Izvori sredstava za finansiranje u privrednoj organizaciji mogu se svrstati u izvore sopstvenih sredstava i izvore tuđih sredstava, što znači da se preduzeće može finansirati sredstvima iz sopstvenih izvora, a može potreba sredstva pribavljati i iz tuđih izvora. Otuda se finansiranje sopstvenim sredstvima naziva unutrašnjim finansiranjem a finansiranje tuđim sredstvima spoljnim finansiranjem.

2. OPERATIVNI MODEL FINANSIRANJA

Finansiranje privrednih organizacja mora biti u skladu sa ekonomskom politikom, budući da se i finansiranje poslovanja preduzeća menja sa promenama u ekonomskoj politici. Stoga egzistiraju brojni oblici finansiranja. u zavisnosti od izvora sredstava, od namene sredstava, od uslova pod kojima se sredstva koriste i sl.[839] Otuda proističe da je samostalno finansiranje privredne organizacije osnova finansijske samostalnosti i osnova razvoja privrede, što znači da samostalno finansiranje ima za cilj ostvarenje odgovarajućeg ukupnog prihoda i dohotka. Sopstvenim sredstvima organizacija samostalno i slobodno raspolaže i upravlja, te ih ulaže u proces rada i reprodukuje i obezbeđuje sredstva za pokriće troškova poslovanja, za podmirenje društvenih obaveza i ličnih dohodaka i za akumulaciju.

Sredstva kojima preduzeće raspolaže potpču iz poslovnog fonda, rezervnog fonda i fonda zajedničke potrošnje. Svaka privredna organizacija sama se finansira iz ovih fondova, što znači da sredstva iz tih fondova moraju da budu dovoljna da se pokriju sve potrebe. kako u okviru postojećeg obima rada, tako i u okviru proširenja obima rada.[840]

---

[839] Dr M. Simović, Finansijsko poslovanje OOURa i banaka. Privredni pregled, Beograd, 1977.
[840] Ibidem

Samostalno finansiranje preduzeća vrši se iz sledećih izvora: (a) dohotka, (b) amortizacije. (c) fondova i (d) kredita (ustupljeni za trajno korišćenje). U našem finansijskom sistemu, dohodak je najvažniji izvor sredstava za samostalno finansiranje, čije ostvarenje (planiranog) dohotka zavisi od veličine ostvarene naplaćene realizacije i od veličine ostvarenih troškova reprodukcije, ali i od obaveza iz dohotka i veličine isplaćenih ličnih dohodaka.

Svaka firma (kompanija) u politici formiranja dohotka, vodi računa i o rasporedu dohotka prema namenama u određenim proporcijama, budući da u politici formiranja dohotka važno mesto zauzimaju struktura realizacije, prodajne cene i raspored dohotka. Struktura realizacije je važan faktor dohotka, jer svaka firma (preduzeće) nastoji da realizacijom ostvari najveći mogući prihod i da u tom prihodu bude veći dohodak. Osim problema koji se javljaju u strukturi realizacije, na dohodak direktno utiču i prodajne cene. Ako su cene formirane na nivou koji tržište prihvata i ako ne obezbeđuju rentabilno poslovanje, tada će i prodaja robe obezbediti planiranu realizaciju.

U politici formiranja dohotka važno mesto zauzima i raspodela, tj. raspored dohotka prema namenama. U direktnoj vezi sa tim je problematika finansiranja. jer se pri rasporedu dohotka izdvajaju sredstva u fondove. To su izvori za samofinansiranje.[841] Srazmera za raspodelu se utvrđuje i samoupravnim sporazumom u okviru privredne organizacije na osnovu kojeg se ocenjuje kakva je politika raspodele u određenoj privrednoj firmi. Ostvareni dohodak služi za finansiranje obrtnih sredstava u toku godine, za isplaćivanje ličnih dohodaka, doprinosa i poreza. Po završnom računu vrši se konačan raspored dohotka i određuju namene sredstava. Prema tome, u toku godine sredstva ostvarenog dohotka nisu izdvojena iz sredstava poslovnog fonda. Stoga se mogu koristiti kao obrtna sredstva.

Sredstva iz amortizacije se mogu koristiti kao izvor za samostalno finansiranje i to prvenstveno proste reprodukcije utrošenih osnovnih sredstava, kao i za finansiranje proširene reprodukcije utrošenih osnovnih sredstava, kao i za finansiranje proširene reprodukcije osnovnih sredstava i to do roka zamene u okviru proste reprodukcije. Osim toga, sredstva amortizacije se mogu koristiti i kao obrtna sredstva u sklopu poslovnih sredstava.

U finansijskoj teoriji i praksi, samofinansiranje se može iskazati (kvantitativno) na brojne načine:

$$\text{I.} \quad \frac{PF + AM}{OS + ZA}$$

$$\text{II.} \quad \frac{UF}{OS + ZA}$$

[841] Dr S. Komazec, Društveni kapital, finansiranje reprodukcije i ekonomska stabilnost... str. 181-245.

$$\text{III.} \quad \frac{PF + AM}{UU}$$

$$\text{IV.} \quad \frac{UF}{UU}$$

$$\text{V.} \quad \frac{(PF + AM) - O}{OS + ZA}$$

$$\text{VI.} \quad \frac{UF - UO}{UU}$$

$$\text{VII.} \quad \frac{BA}{OS + ZA}$$

$$\text{VIII.} \quad \frac{BA - DO}{OS + ZA}$$

gde su PF - poslovni fond. AM - amortizacija, OS - ulaganja u osnovna sredstva, ZA - zalihe, UF- ukupna izdvajanja u fondove.UU- uukupna ulaganja u investicije, O - otplate, UO - ukupne otplate. BA - bruto akumulacija (APF + AM), DO - dospele otplate.

Kao što se iz navedenog pregleda može videti, posmatranjem različitih modela samofinansiranja dolazimo do različitog kvantitativnog iskazivanja koeficijenta samofinansiranja. Razlike nisu zanemarljive, budući da se kreću i do 63%. Bez pretenzija da ulazimo u različite kvantitativie modele ekonomeke računice, u ovom kontekstu želimo da ukažemo na mogućnost precenjivanja i potcenjivanja efektivne stope samofinansiranja društvene reprodukcije.[842] No, zaustavimo našu pažnju na sledeća dva ekstrema: prvi, koji reflektuje najvišu sotpu, i drugi, koji pokazuje najnižu stopu samofinansiranja. U okviru prvog modela (kol. 2), uzima se odnos ukupnih izdvajanja u fondove i iznos osnovnih sredstava i zaliha. Po ovom modelu, ne respektuju se zkupne dospele obaveze i otplate kredita preduzeća, upravo zbog čega je i stopa samofinansiranja za 407s više prikazana. U okviru drugog modela (kol. 6), po kome se sredstva ukupnih izdvajanja u fondove, po odbitku ukupnih obaveza bez obzira na vreme dospeća stavljaju u odnos prema ukupnim ulaganjima za investicije prenaglašena je odbitna stavka (ukupne obaveze), s obzirom da sve kreditne obaveze ne dospevaju u istom vremenskom periodu: Time je stopa samofinansiranja znatno (za 20-30%) potcenjena. U takvim uslovima veoma je teško projektovati dejstvo fiskaliteta na samofinansiranje sa aspekta kvantitativnih efekata. Stoga u analizu treba uneti sledeće promene: (1) iz strukture izdvojenih sredstava za društvenu zajednicu treba

[842] Dr M. Ilić, Dejstvo oporezivanja na samofinansiranje investicija u privredama razvijenih kapitalističkih zemalja, Finansije 1-2/76 st. 56-66.

isključiti sredstva po osnovu ugovornih obaveza, jer su one sastavna komponenta tržišne alokacije resursa; (2) iz ukupnih izdvojenih sredstava za fondove firme treba izlučnti sredstva fondova zajedničke potrošnje, jer su preko 50% destilirana ličnim isplatama; (3) iz ukupnih obaveza firme treba isključiti sve finansijske obaveze koje ne dospevaju u dotičnoj godini i (4) u ukupna sredstva firme treba uključiti amortizaciju po odbitku oporezovane razlike, između obračunate amortizacije po minimalnim stopama i ostvarene amortizacije po višim stopama. Prema iznetim, potrebnim promenama, najrealnija stopa samofinansiranja prikazana je u koloni 8. mada i ovde nisu potpuno uključene potrebne izmene.

Analizom fiskalnih obaveza firme u okviru preraspodele nacionalnog dohotka nije teško kvantifikovati fiskalne efekte na dohodak, koji ostaje firmi. Međutim, po metodologiji iskazivanja stepena samofinansiranja zavoda za statistiku, Službe društvenog knjigovodstva i Narodne banke ne možemo egzaktno da utvrdimo fiskalne efekte shodno iznetim promenama. Bez respektovanja istaknutih izmena, fiskalni efekti na stopu samofinansiranja identifikuju se sa fiskalnim efektima na akumulaciju, jer se na neposredne lične isplate radnicima iz sredstava zajedničke potrošnje u okviru firme plaćaju porezi i doprinosi. S druge strane prezentirani koeficijenti samofinansiranja ne uključuju ekonomske transfere, kojima se efektivno redukuje fiskalno opterećenje dohotka firme. Isti je slučaj i sa privrednim investicijama iz budžetskih finansijskih institucija. Konačno, povraćaj obaveznih zajmova sa kamatom nije uključen u sredstva firme za finansiranje proširene reprodukcije, iako su ova sredstva, usled inflacije, znatno obezvređena.

Nivo samofinansiranja (iskazan po metodu bruto akumulacije) reprezentuje visoke koeficijente. Ovi koeficijenti rezultat su porasta amortizacije po osnovu permanentne valorizacije vrednosti osnovnih sredstava i porasta izdvajanja sredstava u fondove firme u koja su iskazana i sredstva rezervi koja su angažovana za pokriće gubitaka u privredi i sredstava zajedničke potrošnje, koja su neposredno isplaćena radnicima.[843] Pored toga, akumulacija firme je redukovana kako za iznos fiskaliteta tako i za iznos ugovornih obaveza. Samim tim akumulacija je posmatrana u kontekstu viška proizvoda, mada se fiskaliteti preko ličnih dohodaka proširuju na čitavu novostvorenu vrednost. Pošto je stopa rasta ličnih dohodaka prevazilazila stopu produktivnosti rada, to se i kvantum "potrebnog" rada ostvarivao na teret viška rada. U posmatranom periodu, takvu politiku su sledili i fiskaliteti (porezi i doprinosi) po osnovu ličnih dohodaka.

Međutim, pogrešno je steći utisak o negativnom dejstvu fiskaliteta na akumulaciju sa izvedenim negativnim dejstvom na investicije. Tačno je da se fiskalitetima redukuje akumulacioni potencijal firme. Ali je, isto tako, poznato da se fiskalnim resursima finansiraju privredne investicije, posredstvom kojih se deo transferisane akumulacije vraća privredi. Naime, privrednim investicijama iz

[843] Naknadnim istraživanjem utvrdili smo da su u sredstva tekuće akumulacije uključena sredstva obaveznih zajmova za finansiranje nerazvijenih područja i sredstva obaveznog udruživanja za finansiranje izgradnje prioritetnih objekata u društvenoj reprodukciji.

budžeta DPZ, namenskim dopunskim sredstvima iz budžeta za finansiranje privrednih investicija u nedovoljno razvijenim područima, privrednim investicijama iz fondovskih finansijskih institucija i privrednim investicijama iz bivšeg vanbudžetskog bilansa doprinosilo se povećanju ukupnih investicija u privredi. U tom smislu, fiskalitetima se, dakle, samo preraspodeljuje društvena akumulacija u korist fiskalno alimentiranih privrednih investicija. Fiskalitetima se, zapravo, obezbeđivala dodatna akumulacija za realizaciju razvojne funkcije opšte potrošnje. Stoga, fiskalne plasmane po osnovu investicijau privredi treba odbiti od ukupnog zahvatanja akumulacije. Jer, u biti, akumulacija je, za ovaj iznos, samo preraspodeljena, a ne redukovana. S druge strane, fiskalitetima se, za iznos fiskalno alimentiranih privrednih investicija, reducirao raspoloživi dohodak firme za finansiranje sopstvenih investicija. U tom slučaju, veći je efekat (umanjujući) fiskaliteta na nivo samofinansiranja nego na akumulaciju. Drugim rečima, finansiranjem privrednih investicija iz fiskalno koncentrisane akumulacije u budžete i fondove realizovao se redukujući tok samofinansiranja društvene reprodukcije (destimulativno dejstvo fiskaliteta) uz korelativni tok povećavanja ukupnih investicija u privredi (podsticajno dejstvo fiskaliteta).

Stopa samofinansiranja preduzeća predstavlja "odnos sopstvene novčane akumulacije i ukupnih ulaganja u realne investicije, odnosno stopa samofinansiranja predstavlja stepen pokrivanja ukupnih ulaganja u investicije sopstvenom akumulacijom, gde investiciona ulaganja mogu biti u osnovna (imobilizacije) i obrtna sredstva".[844] Osnovne komponente novčanog toka preko samofinansiranja jesu ostvarena akumulacija i amortizacija. koje se ostvare tokom poslovanja firme i koje se mogu upotrebiti za nova dugoročna ulaganja-finansiranje investicija (povećanje realne aktive), dugoročno finansiranje plasmana - povećanje finansijske aktive i otplatu dugoročnih obaveza - smanjenja zaduženosti. Izdvajanja u poslovne fondove predstavljaju neposredno povećanje sopstvenih izvora sredstava koja služe za održavanje finansijske ravnoteže između povećanja imobilisanih sredstava u obrtnim sredstvima (trajna obrtna sredstva), otplate po dospelim kreditima i nova ulaganja u imobilizacije (plasmani i osnovna sredstva). Sredstva amortizacije se, u tom, kontekstu, koriste u funkciji reinvestiranja u osnovna sredstva u skladu sa politikom otpisa osnovnih sredstava.

U finansijskoj praksi, samofinansiranje ima kako pozitivne tako i negativne strane. Samofinansiranje faktički jeste "besplatni" oblik finansiranja društvene reprodukcije, pošto se na sredstva poslovnog fonda (sredstava akumulacije i amortizacije) ne plaća nikakva kamata. No, i samofinansiranje ima svoju oportunitetnu cenu, koja se manifestuje kao gubitak preduzeća usled neplasiranja datih sredstava u rentabilnije poslove (tzv. propušteni dohodak) ili ulaganja sa većim efektima u vidu bruto akumulacije. Samofinansiranje ipak ne stvara direktne finansijske rashode u bilansu uspeha. "Prednost samofinansiranja se manifestuje i

[844] Đ. Jovanović, Finansijsik tokovi sredstva preduzeća u inflatorim uslovima privređivnja, Finansijska praksa 8-10/89. st. 478.

u većoj finansijskoj nezavisnosti i fleksibilnosti preduzeća u vođenju poslovne i finansijske politike, a to znači da veća sopstvena sredstva i veća stopa samofinansiranja, direktno smanjuju zavisnost preduzeća od novčanog tržišta. banaka i drugih finansijskih organizacija. Time se praktično umanjuje potreba za tuđim sredstvima i zaduživanjem, a olakšava se otplata kredita i obaveza iz ostvarene akumulacije i amortizacije, jer su finansijski rashodi samofinansiranja, po pravilu, niži od rashoda finansiranja iz tuđih izvora sredstava. Zato je preduzeće sa visokom stopom samofinaksiranja manje osetljivo na konjunkturna kolebanja na tržištu i oscilacije u ostvarenju finansijskih rezultata nego preduzeće sa velikim učešćem tuđih sredstava, sa većom zaduženošću jer je dohodak veoma opterećen troškovima kamata i drugim troškovima (slučaj analiziranog preduzeća)... Sredstva amortizacije i akumulacije u praksi predstavljaju najsigurnije i najstabilnije sopstvene izvore finansiranja reprodukcije preduzeća. Ovi izvori daju sigurno finansiranje, jer se obezbeđuju iz pozitivnog poslovanja i trajno su raspoloživa. Naplaćena sredstva amortizacije i akumulacije bitno olakšavaju održavanje likvidnosti jer popravljaju dugoročnu finansijsku ravnotežu u korist dugoročnih izvora i kumuliraju se na žiro-računu. Nasuprot tome, kada su tuđi izvori sredstava u porastu, automatski raste rizik nelikvidnosti zbog obaveza prema poveriocima da ne budu u roku izmirene (slučaj analiziranog preduzeća koje vrlo često zapada u nelikvidnost").

No, samofinansiranje ima i određene slabe strane (nedostatke), i to: "Stavljanje u prvi plan prednost samofinansiranja znači dovesti preduzeće u situaciju da se i kratkoročne potrebe finansiraju iz sredstava amortizacije i akumulacije, što nije racionalno, jer su to trajni izvori, koje treba racionalno ulagati. Ovakva finansijska taktika direktno usporava cirkulaciju, koncentraciju i akumulaciju unutar preduzeća, kao i na tržištu novca, te ima za posledicu usporavanje razvoja preduzeća... Preduzeće koje nova dugoročna ulaganja finansira isključivo iz sredstava amortizacije i akumulacije, ne zavisi od tržišta novca i izmiče njegovom selektivnom delovanju i delovanju visine kamatnih stopa, koje kao cena korišćenja sredstava vrši racionalnu alokaciju akumulacije u najrentabilnija ulaganja, čime se direktno ugrožava efikasnost investiranja... Pored toga, proces samofinansiranja dovodi do smanjenja ponude novčanih sredstava na tržištu novca, do smanjenja (usporavanja) mobilnosti akumulacije i do sužavanja uloge tržišta novca... Nesumnjivo najveći nedostatak samofinansiranja se ogleda u negativnom delovanju na rast cena proizvoda i usluga, što predstavlja prepreku snižavanju cena i inflacije u uslovima porasta produktivnosti rada. Zato ubrzana amortizacija koja se ostvaruje povećanjem amortizacionih otpisa utiče na povećanje cene koštanja. Ali, ubrzana amortizacija ne mora uvek da dovede do povećanja cena, ako se to ostvaruje snižavanjem troškova proizvodnje ili povećanjem produktivnosti rada. Pri tome, ubrzana amortizacija samo neutrališe efekte sniženja cene koštanja. Nasuprot tome, ubrzana amortizacija dovodi do povećanja troškova

proizvodnje koji se povećanjem prodajnih cena prevaljuju na potrošače, ako su oni u mogućnosti da plate takvu cenu u ovakvim inflatornim uslovima".[845]

2.1. Akumulacija preduzeća

Finansiranje privrednog razvoja jeste centaralno pitanje finansijskog sistema svake zemlje. Stoga je obezbeđenje adekvatnog nivoa akumulacije ekonomski imperativ finansiranja društvene reprodukcije u funkciji rasta novostvorene vrednosti kao ekonomske osnove budućeg povećanja formiranja akumulacije. Otuda je i osnovni problem ekonomske, odnosno finansijske politike da se primenom adekvatnog principa raspodele dohotka obezbedi povećani obim domaće, akumulacije za finansiranje razvoja. U protivnom, nedovoljan nivo akumulacije orijentiše udruženi rad ili na inostrana zaduživanja ili na bankarske kredite, mada je i deficitarno finansiranje investicija jedan od oblika stvaranja dodatne akumulacije (deficitarno finansiranje investicija). Međutim, u društvu centralnu ulogu u formiranju akumulacije ima sektor preduzeća, kao stožer dohodovnih odnosa, mada i sektor stanovništva ima značajnu ulogu u formiranju akumulacije.

U postsamoupravnom sistemu poznata su dva koncepta formiranja sredstava novčane akumulacije:[846]1) koncept Narodne banke i 2) koncept nekadašnje Službe društvenog knjigovodstva, odnosno Službe za platni promet ili po konceptu transferisanog platnog prometa u sektor poslovnog bankarstva:

(1) Po metodologiji Narodne banke sektor privrede formira novčanu akumulaciju na taj način što se od ukupnih novčanih primanja organizacija u privredi odbijaju novčani izdaci za troškove poslovanja (bez amortizacije), isplate doprinosa i poreza i isplate ličnih dohodaka radnika. Prema tome, u novčanu akumulaciju po metodologiji Narodne banke ulaze sredstva amortizacije i izdvojena sredstva iz dohotka za materijalnu osnovu rada (poslovni fond, fond zajedničke potrošnje, fond rezervi).

(2) Prema konceptu nekadašnje Službe društvenog knjigovodstva akumulativnu sposobnost preduzeća čine izdvojena sredstva iz dohotka za poslovni fond, izdvojena sredstva rezervi i sredstva amortizacije iznad propisanih minimalnih stopa, dok reproduktivnu sposobnost udruženog rada čine izdvojena sredstva iz dohotka za poslovne fondove i ukupna sredstva amortizacije. Prema tome, po metodologiji bivše SDK stopa akumulativne sposobnosti udružene privrede predstavlja odnos između akumulacije i prosečno korišćenih osnovnih i obrtnih sredstava, dok stopa reproduktivne sposobnosti firme predstavlja odnos između sredstava izdvojenih za reprodukciju i prosečno korišćenih osnovnih i obrtnih sredstava.

U suštini, akumulacija predstavlja deo novostvorene vrednosti koja se, prema utvrđenim proporcijama dogovorene politike raspodele dohotka posred-

[845] Ibidem. st. 488.
[846] Dr M. Ćirović, Monetarno-kreditni sistem, Beograd, 1976. str. 15-20.

stvom dogovora i sporazuma, izdvajaju u fondove firme. U tom smislu, akumulacija je deo čistog dohotka koji se izdvaja za jačanje i proširivanje materijalne osnove rada. Međutim. treba razlikovati bruto i neto akumulaciju: Bruto akumulaciju čine izdvojena sredstva za fondove firme i sredstava amortizacije, dok neto akumulaciju čine samo izdvojena sredstva u fondove.[847]

U politici finansiranja društvene reprodukcije stratešku funkciju ima akumulacija firme. U tom smislu, koncept programirane akumulacije predstavlja objektivnu finansijsku osnovu za realno finansiranje investicija i izvora finansiranja investicija u privrednom razvoju. Koncept programirane akumulacije vezuje se za maksimiziranje dohotka po radniku i za njegovo namensko usmeravanje za planirane investicije u okviru srednjoročnih društvenih planova privrednog razvoja. U tom smislu, politikom raspodele dohotka, čije se proporcije utvrđuju društvenim dogovorom i samoupravnim sporazumom, obezbeđuje se planirano usmeravanje dela dohotka za proširenje materijalne osnove udruženog rada i dela dohotka za lične dohotke radnika. Utvrđena proporcija raspoređivanja dohotka od 70% i 30% (70% za lične dohotke i 30% za akumulaciju) obezbeđuje realizaciju koncepta programirane akumulacije, s tim da akumulacija raste u skladu sa porastom društvenog proizvoda. U tom smislu, politika raspodele dohotka obezbeđuje određeni obim akumulacije za finansiranje planiranih investicija, što je sadržina politike samofinansiranja. U samoupravnoj privredi poznata su dva metoda za opredeljenje i merenje stepena samofinansiranja. Po prvom metodu, nivo samofinansiranja investicija predstavlja odnos novčane akumulacije firme prema ukupnim investicijama. Po drugom nivou samofinansiranja investicija predstavlja odnos između bruto akumulacije, umanjene za dospele obaveze, i ukupnih investicija. Prema tome, ova dva merenja stepena samofinansiranja međusobno se razlikuju samo po brojitelju. tj. da li se uzima bruto ili neto akumulacija.

2.2. Finansiranje udruživanjem sredstava

Finansiranje udruživanjem sredstava jeste kvalitativno novi oblik finansiranja prema kome udruživanje sredstava predstavlja oblik finansiranja među partnerima u kome preduzeća, sporazumevanjem, udružuju sredstva radi ostvarivanja zajedničkog dohotka.

Udruživanje sredstava se može ostvariti u privrednim organizacijama, složenim preduzećima, poslovnim zajednicama i drugim samoupravnim organizacijama, kao i u samoupravnim fondovima i društvenim delatnostima. Ove organizacije mogu udruživati svoja novčana sredstva društvene reprodukcije i radi zajedničkog korišćenja tih sredstava u proizvodnji i prometu. Na toj osnovi se formiraju i banke, osiguravajuće organizacije i druge finansijske organizacije.

[847] Dr N. Vunjak, dr I. Cerović i dr J. Babović. Finansije tokova reprodukcije OUR. Ekonomski institut, Subotica, 1984.

2.3. Neposredno kreditiranje

Neposredno kreditiranje među poslovnim partnerima, kao oblik finansiranja, vrši se samo ako je kreditiranje u vezi sa predmetom poslovanja partnera koji koristi kredit, za finansiranje poslovne saradnje radi povećanja proizvodnje.[848]

Preduzeća mogu davati kredite privrednim organizacijama, ali ne i građansko-pravnim licima. Kredite mogu odobravati firme iz sredstava zajedničke potrošnje svojim radnicima za kupovinu ili izgradnju novih stanova.

2.4. Finansiranje učešćem

Finansiranje učešćem je noviji oblik finansiranja među poslovnim partnerima. a sastoji se u tome što firma, koja ima slobodna novčana sredstva. stavlja ta sredstva na raspolaganje svom poslovnom partneru.[849] Ova sredstva se daju obično u vidu uloga i, po pravilu, bez obaveza vraćanja. Time preduzeće svojim sredstvima učestvuje u poslovanju partnera s kojim deli poslovni rezultat srazmerno uloženim sredstvima.

2.5. Finansiranje obveznicama

Finansiranje obveznicama je jedan od oblika finansiranja preduzeća. a sastoji se u tome što firma izdaje obveznice da bi pribavila poslovna sredetva.[850] Obveznice izdaje preduzeće koje u svom poslovnom i rezervnom fondu ima sredstva u visini iznosa koji je propisan. a ukoliko firma za svoja sredstva može pribaviti garanciju od druge firme ili banke.

2.6. Finansiranje avansom i pretplatom

Finansiranje avansom je dosta česta pojava među preduzećima. Sastoji se u tome što preduzeća, kao budući dužnici plaćaju unapred svome poveriocu određeni iznos pre konačnog obračuna i izvršenja međusobnog ugovora o određenom poslu.[851] Taj unapred uplaćeni iznos je deo ukupne vrednosti posla, jer avans služi za finansiranje ugovorenog posla.

Finansiranje pretplatom je oblik finansiranja sličan avansu, a sastoji se u tome što određena firma prima unapred pretplatu od svojih budućih kupaca. Pretplata može biti delimična ili u celini, u visini vrednosti robe ili usluga.

---

[848] Dr Ž. Ristić, dr S. Komazec, Finansijski menadžment, Beograd-London, 1996.
[849] Ibidem.
[850] Dr D. Jovanonić, Analiza poslovanja organizacija udruženog rada, Savremena administracija, Beograd, 1976.
[851] Dr J. Rodić, Finansijska analza organizacija udruženog rada, Savremena administracija. Beograd. 1983.

2.7. Finansiranje iz obaveza

Finansiranje obaveza prema dobavljačima je oblik finansiranja poslovanja, a sastoji se u tome što firma koristi sredstva neisplaćenih obaveza prema dobavljačima. Ovaj oblik finansiranja dovodi do pojave nelikvidnosti u privredi i ometa razvijanje normalnih odnosa u poslovanju. Zbog toga se određenim merama sprečava ovakav način finansiranja.

2.8. Kompenzatorsko finansiranje

Dotacije, subvencije, premije, regresi i kompenzacije su oblik finansijske pomoći koje utvrđuje društveno-politička zajednica preduzeću, koja se daje u slučaju kada firma nema objektivnih uslova da obavlja svoje redovno poslovanje sama.[852] Tada je neophodna pomoć drugih organizacija, koja može da usledi u različitnm oblicima.

U našoj praksi se najčešće koriste dotacije, regresi, premije, kompenzacije i slično. Dotacija je oblik finainsijske pomoći koju korisnik dobija bespovratno u određenom roku. Kod nas su se javile dve vrste dotacija. i to: a) dotacija koju svaka firma koristi na osnovu propisa i b) dotacija koju korisniku daje neki organ sa određenom namenom.

Ako se prilikom davanja dotacije oređuje njena namena, onda je to namenska dotacija, koja se mora koristiti u skladu sa datom namenom. Ako, pak, namena nije određena onda se dotacija unosi u ukupan prihod firme, kojoj je i dodeljena.

Regresi i premije su oblici novčane pomoći koju društvo daje privrednnm organizacijama radi korigovanja cena njihovih proizvoda ili stimulisanja u procesu obavljanja određenph poslova. Zajednica, npr., traži od firme da svoje proizvode prodaje na tržištu po određenim nižim cenama, ali nadoknaćuje tu razliku u ceni regresom.

Premije se daju firmama radi stimulisanja proizvodnje i prodaje određenih proizvoda za koje postoji opšti interes. U ovom slučaju, pored realizacije na tržištu, ostvaruje se i novčana pomoć u vidu premije.

Kompenzacije su oblik finansijske pomoći koje se daju preduzećima. koja proizvode određene proizvode, koji su od posebiog interesa za ostvarivanje planskih ciljeva. U tom slučaju, kompenzacijom se nadoknađuje deo troškova koji nastaje u poslovanju.

Bespovratno finansiranje predstavlja ustupanje poslovnih sredstava na korišćenje bez obaveze vraćanja. Tako dobijena sredstva izjednačuju se sa sopstvenim poslovnim sredstvima.

---

[852] B. Defrančeski. op. cit.

2.9. Finansiranje sanacije

Finansiranje sanacije spada u specifične oblike pribavljanja finansijskih sredstava, što je, u stvari, pribavljanje novčanih sredstava da bi se uložila u firmu, koja je postala nelikvidna usled nastalog gubitka u toku redovnog poslovanja. Taj postupak pribavljanja i ulaganja novčanih sredstava u firmi naziva se sanaciono finansiranje.

Suština sanacionog finansiranja je u tome da se otklone uzroci koji su doveli do lošeg finansijskog stanja i da se poremećeno finansijsko poslovanje firme ponovo uravnoteži, i to na dva načina: 1) pribavljanjem novih sredstava da bi se sanirao nastali gubitak.

Redovnu sanaciju preduzimaju društveno-političke zajednice, banke, druge organizacije u privredi i druge samoupravne organizacije (a mogu i građani). Sredstva za redovnu sanaciju obezbeđuju se sanacionim kreditom koji po svojoj vrsti spada u investicnone kredite.

2.10. Cesija: Ustupanje potraživanja ugovorom

Cesija, obračun preuzimanjem duga, prenos (novacija), sjedinjenje i asignacija (upućivanje) jesu finansijski modaliteti izmirenja obaveza u skladu sa odredbama Zakona o obligacionim odnosima i Zakona o finansijskom poslovanju. kojima je praktično uređen pravni institut cesije potraživanja. Ustupanje potraživanja (cesija) je ugovor kojim poverilac (ustupalac, cedent) prenosi svoje potraživanje koje ima prema dužniku (cesusu) na treće lice (prijemnika, cesionara)... Cesijom se potraživanje ni u čemu ne menja, ono prelazi sa cedenta na cesionara sa onom sadržinom kakvu je imalo u odnosu između cedenta i dužnika".[853] Sa potraživanjem na cesionara (prijemnika) prelaze pravo prvenstvene naplate, pravo iz ugovora sa jemcem, pravo na kamatu, hipoteka zaloge i ugovorena kazna.

Cesija je, prema tome, ustupanje potraživanja. U postupku cesije, cedent (sadašnji poverilac) sklapa ugovor sa cesionarom (treće lice) na koga prenosi svoje potražnvanje prema cesusu (dužniku). U poslu cesije, dakle, stupaju tri lica: cedent, cesionar i cesus. U tom kontekstu. cesija nastaje kada se cedent i cesionar sporazumno dogovore o ustupanju potraživanja čija se tehnika sastoji u podnošenju nalogu banke. Cesus podnosi nalog za prenos kojim se vrši plaćanje, a cedent podnosi nalog za obračun. Pravno lice koje je međusobne obaveze izmirilo prebijanjem, kao i prenosom hartija od vrednosti, dužno je da krajem meseca dostavi nadležnoj organizaciji za platni promet podatke o izmirenim obavezama. Za bolje razumevanje cesije ilustrujemo primer[854] izmirenja obaveza cesijom. Stanje međusobnih obaveza i potraživanja u poslovnim knjigama

[853] R. Mrdak, Ustupanje potraživanja ugovorom (cesija), Ekonomika 7-N/91. st. 49.
[854] Ibidem, str. 51-52.

Cedenta, cesionara i cesusa pre nastanka cesije je sledeće: (1) pravno lice A (cedent) potražuje od pravnog lica C ("cesusa") i ima obavezu prema pravnom licu B (cesionaru), (2) pravno lice B (cesionar) ima potraživanje od pravnog lica A (cedenta) i (3) pravno lice C (cesus) ima obavezu prema pravnom licu A (cedentu). Sada cesija nastaje kada cedent (A) i cesionar (B) sačine ugovor o ustupanju potraživanja. Cesionar ima prema cesusu ista prava koja je cedent imao prema cesusu do ustupanja. Cedent je dužan predati cesionaru dokumentaciju o dugu koju poseduje. Cedent odgovara za naplativost ustupljenog potraživanja, ali samo do visine onoga što je primio od cesionara, kao i za naplativost kamate i troškova ustupanja i troškova postupka protiv cesusa.

Kod pravne osobe A zatvaranje obaveza prema dobavljaču B i potraživanja kod C se vrši nakon što se postigne sporazum sa cesionarom o ustupanju potraživanja. Krajem meseca pravna osoba A podnosi nalog za obračun na teret i u korist svog žiro-računa.

Kod pravne osobe B zatvara se potraživanje od kupaca A (cedenta) na osnovu sporazuma o ustupanju potraživanja od cedenta. Pravna osoba B (cesionar) prema pravnoj osobi nema potraživanja po osnovu maloprodajnog odnosa nego samo po osnovu ustupljenog potraživanja preko cesije.

Pravna osoba C (cesus), konačno, zatvara u knjigama obavezu prema cedentu i otvara obavezu prema cesionaru (pravnoj osobi B), kao novom poveriocu. nakon što pravna osoba C (cesus) primi obaveštenje da je njena obaveza prema pravnoj osobi A ustupljena pravnoj osobi B.

2.11. Lizing poslovi kao specijalni oblik finansiranja preduzeća

Institucionalne izmene privrednog i finansijskog sistema obogatile su mehanizam finansiranja poslovanja firmi. U tom kontekstu, lizing poslovi (aranžmani), kao savremeni oblik finansiranja preduzeća, jesu nadopuna mehanizama samofinansiranja i finansiranja preko tržišta. Lizing aranžmani u osnovi reflektuju davanje u zakup opremu, nepokretna dobra, avione, brodove, mašine, vozila i dr. U stvari, radi se o najmu pokretnih i nepokretnih investicionih dobara. "Osnovna karakteristika zaključivanja lizing aranžmana jeste da zakupcu pruža mogućnost da ne angažuje sopstvena sredstva ili tuđa (krediti, zajmovi, avansi i drugo) za kupovinu opreme.

Za njega se oprema amortizuje u toku eksploatacije, a ne na osnovu zastarelosti. Aktivni korisnici lizinga su utoliko više zainteresovani za njegovo korišćenje, posebno kada je u pitanju oprema, ukoliko se domaćim fiskalnim merama dozvoljava da zakupnina koja se plaća za korišćenu opremu, ulazine oporezovana u redovne troškove proizvodnje (rashode poslovanja), što je posebno korisno za slučaj kada je ugovorom o lizingu dato pravo kupovine po isteku ugovora u lizingu. Osim toga, korisnik lizinga zakupninu plaća iz prihoda, koje ostvaruje korišćenjem opreme, dok istovremeno izbegava gubitke koji mogu nastati u vezi sa

zastarevanjem zakupljene opreme, pa time prebacuje jedan od rizika na lizing instituciju.[855]

Lizing poslovi predstavljaju posebnu formu finansiranja u kome se davalac lizinga, budući da vrednost opreme prevazilazi investicioni kapacitet korisnika lizinga.

Lizing aranžmani, kao specifični oblici ugovora o zakupu, dele se na (1) direktan lizing, (2) indirektan lizing, (3) lizing bez otkupa ostatka vrednosti opreme, (4) lizing sa otkupom ostatka vrednosti opreme, (5) lizing između privrednih subjekata u zemlji, (6) lizing između privrednih subjekata iz zemlje i inostranstva, (7) lizing koji ima rok važenja više od jedne godine i (8) lizing koji ima rok važenja do jedne godine. Navedeni oblici lizinga, koji su predmet zaključivanja ugovora o lizingu, imaju određene karakteristike u praktičnoj primeni;[856]

1. Direktan lizing nastaje onda kada se uspostavlja neposredan poslovni odnos između proizvođača i davaoca opreme korisniku opreme na upotrebu (eksploataciju).

2. Indirektan lizing zasniva se na posredovanju lizing organizacije između proizvođača opreme i korisnika lizing opreme (pravi lizing). Posredničke lizing organizacije kupuju i finansiraju nabavku opreme za svoje korisnike uz obavezu plaćanja zakupnine.

3. Lizing bez otkupa ostatka vrednosti opreme jeste ugovorni odnos između davaoca lizing opreme i korisnika (zakupca) lizing opreme u kome se naznačava da se po isteku lizing roka ne vrši otkup vrednosti opreme.

4. Lizing sa otkupom ostatka vrednosti opreme zasniva se na interesu i davaoca i primaoca lizing opreme koje se unosi u ugovor sa preciziranjem vrednosti ostatka lizing opreme.

5. Lizing između privrednih subjekata u zemlji odnosi se na proizvođače poljoprivredne opreme i građeviiske mehanizacije koji daju kombajne i kranove u lizing korišćenje.

6. Lizing između privrednih subjekata iz zemlje i inostranstva (međunarodni lizinig aranžmani) javlja se kod uvoza savremene opreme, mašina i uređaja iz inostranstva i kod izvoza opreme u zemlje u razvoju.

7. Lizing, koji ima rok važenja do 1 godine ili duže od jedne godine, jeste posao (aranžman) sa različitim tretmanom, koji se mora uneti u elaborat o opravdanosti korišćenja lizinga i sam ugovor o lizingu.

Navedeni lizing aranžmani donose tehničko-tehnološke i ekonomsko-finansijske pogodnosti davaocima lizing opreme, posrednicima, u lizing poslovima (specijalizovanim lizing organizacijama) i korisnicima lizing opreme (zakupcima). "Tehničko-tehnološke pogodnosti su velike u pogledu brzine prenošenja savremene opreme od proizvođača korisniku opreme, mogućnosti da se ta oprema zameni još

[855] B. Jovanović. Lizing poslovi u funkciji finansiranja preduzeća, Finansijska praksa, 1-22/90. St. 68.
[856] Ibidem, st. 682-683.

savremenijom opremom u toku veka korišćenja lizing opreme, korišćenja znanja i usluga proizvođača opreme u eksploataciji opreme, održavanju lizing opreme od strane davaoca opreme i drugo. Sve navedene prednosti su ispred neposredne kupovine opreme.

Ekonomsko-finansijske pogodnosti su takođe veoma značajne za korisnike lizing aranžmana. Ekonomske pogodnosti korišćenja ogledaju se u proizvodno-vrednosnim elementima što su prednosti koje pružaju tehničko-tehnološke pogodnosti: veće korišćenje kapaciteta, obezbeđenje plasmana proizvodnih resursa i dr. Finansijske pogodnosti ogledaju se u mogućnosti korišćenja savremene opreme, bez ulaganja dugoročnih investicionih finansijskih sredstava koja se mogu koristiti u druge svrhe, otplate lizing usluge na teret prihoda koji se ostvaruju prodajom produkta, korišćenjem lizing opreme i drugo.

Lizing poslovi sa ekonomskog i finansijskog aspekta imaju određene prednosti kao i određene mane u odnosu na sistem samofinansiranja investicionih dobara i finansiranja putem kredita. Samofinansiranje je izraz mogućnosti potpunog pokrića kupovine trajnih dobara sopstvenim sredstvima, a u sadašnjim uslovima privređivanja predstavlja izuzetak jer akumulacija nije dovoljna (ili je nema) da pokrije rastuće potrebe za obnovom, revitalizacijom i rekonstrukcijom postojeće opreme novom opremom i da obezbedi sredstva za zalihe i ostale obaveze preduzeća. Korišćenje kredita za nabavku nove opreme nema sigurnu garanciju, da će se kupljena oprema pokazati celishodnom i opravdavajućom u toku eksploatacije, dok se kredit mora vratiti bez obzira na efekte koje kupljena oprema odbacuje. To znači da iako lizing aranžman (zakup) može imati nešto veću cenu, ta veća se cena kompenzuje sa većim efektima koji se stiču u odnosu na finansiranje putem kredita ili samofinansiranjem."[857]

2.12. Fondovi za kreditiranje

Fondovi za kreditiranje su poseban oblik udruživanja sredstava akumulacije u našem finansijskom sistemu za strogo namensko finansiranje.U našem finansijskom sistemu postoje dve vrste fondova za kreditiranje,[858] i to: 1) fondovi za kreditiranje plasmana određenih proizvoda i 2) fond za kreditiranje regionalnog razvoja.

Fondovi za kreditiranje plasmana formiraju sredstva na bazi udruživanja u privredi sa ciljem da se kreditira plasman određenih proizvoda (na primer, plasman brodova i opreme). Razlog za formiranje ovih fondova leži u interesu, pre svega, privrede, jer same firme nemaju dovoljno finansijskih sredstava da bi kupce kreditirale, a banke nisu dovoljno zainteresovane da kreditiraju određene industrijske proizvode. Zbog toga je bilo potrebno da se obezbede namenska finansijska sredstva za kreditiranje plasmana određenih proizvoda.

---

[857] Ibidem. st. 683-684.

[858] Dr M. Ćirović, Monetarno-kreditni sistem, Savremena administracija, Beograd. 1976. str

U grupi ovih fondova najvažniju ulogu imaju fond za kreditiranje i osiguranje izvoznih poslova, fond za kreditiranje prodaje opreme u zemlji i fond za kreditiranje prodaje trajnih potrošnih dobara.

Fond za kreditiranje regionalnog razvoja ima specijalan zadatak da doprinosi bržem razvoju nerazvijenih krajeva. Ovaj fond je formiran 1965. godine na nivou Federacije. Razlog za njegovo formiranje leži, pre svega, u nejednakom ekonomskom razvoju pojedinih područja. Formiranje fonda za kreditiranje bržeg privrednog razvoja nedovoljno razvijenih republika i pokrajina treba da doprinese trajnijem rešenju finansiranja privrede tih krajeva, radi njihovog bržeg razvoja.

Ranije, ovaj fond je formirao sredstva kreditnog potencijala putem obaveznih poreskih uplata u obliku kamate na poslovne fondove u privredi. da bi se odobravali investicioni krediti nerazvijenim područjima.

Od reforme finansiranja fonda 1971. godine, sredstva kreditnog potencijala formiraju se putem obaveznih zajmova, koje uplaćuju privredne organizacije, s tim da sredstva društvene akumulacije ostaju u fondovima preduzeća i ne otuđuju se.

Prema tome, ovaj fond ima strateški značaj u finansiranju ubrzanog privrednog razvoja u nedovoljno razvijenim područima. Sredstvima iz ovog fonda kreditira se oko jedna trećina svih privrednih investicija u nedovoljno razvijenim krajevima.[859]

2.13. Vrednosni papiri

Vrednosni papiri pojavnli su se u našem ekonomskom sistemu kao mehanizam za finansiranje proširene reprodukcije, koje emituju firme u formi a) certifikata i b) obveznica.

Certifikati su vrednosni papiri o udruženim sredstvima između firmi, koji nastaju na bazi zajedničkih ulaganja i po osnovu kojih se učestvuje u dohotku preduzeća koja su izdala certifikate.

Ulaganja po osnovu certifikata se smatraju dugoročnim finansiranjem, jer rok vraćanja sredstava po osnovu certifikata u zajedničkom ulaganju iznosi najmanje 10 godina.

Certifikate mogu prodavati privredne organizacije. Njih kupuju samo banke i druge firme. Osnovni cilj emitovanja certifikata jeste da se preko udruživanja dođe do finansijskih sredstava za finansiranje proširene reprodukcije. Suština je u tome što se tako prikupljena sredstva ulažu u neki zajednički posao, koji je dugoročan. Ekonomski interes se sastoji u tome što imaoci certifikata učestvuju u raspodeli ostvarenog dohotka, srazmerno svojim sredstvima, u onoj firmi koja je emitovala certifikate i uložila sredstva u neki posao.

[859] Pored ovog saveznog fonda, postoje i regionalni fondovi pojedinih republika za podsticanje razvoja nedovoljno razvijenih područja.

Obveznice su vrsta vrednosnih papira koje izdaju privredne organizacije sa ciljem da prikupe finansijska sredstva za finansiranje investicija. Razlika između certifikata i obveznica je u tome što certifikati odražavaju finansijske odnose između firmi, koji nastaju na bazi zajedničkih ulaganja i kroz zajedničku raspodelu, a obveznice predstavljaju standardni kreditii odnos, što znači da se kod izdavanja obveznica određuju kamata i fiksni rokovi povraćaja sredstava.

Uslovi emisije obveznica su zakonom regulisani: minimalan je iznos sredstava koje treba da ima firma, koja emituje obveznice u svom poslovnom i rezervnom fondu. Maksimalan iznos emitovanja obveznica ne može biti veći od ukupnih sredstava u poslovnom i rezervnom fondu.

Kod obveznica je obično kamata fiksirana, dok je kod certisrikata prinos varijabilan i zavisi od veličine ostvarenog dohotka.

Krajnji cilj izvođenja ovih vrednosnih papira bio je potiskivanje poslovnih banaka iz sfere srednjoročnog i dugoročnog kreditiranja privrednih organizacija. Ideja je bila da se stvori specifično tržište vrednosnih papira na kome bi se oni mogli po potrebi pretvarati u novac - prodajom drugim firmama.

2.14. Kreditno finansiranje

Kredit je imovinsko-pravni odnos između dva lica - kreditora i dužnika, pri čemu kreditor (poverilac) ustupa dužniku svoj novac ili robu za određeno vreme i pod određenim uslovima, dok je dužnik obavezan da ugovorom predviđene obaveze reguliše po isteku roka, tj. da vrati iozajmljeni novac ili robu, uz plaćanje ugovorene kamate.

Kredit ima dva bitna obeležja: (1) obavezu vraćanja pozajmljenih sredstava i (2) obavezu plaćanja kamate na korišćena sredstva. Iako se kredit reguliše pismenim ugovorom, ugovor predstavlja viši formalni oblik, jer se kreditiranje reguliše zakonskim propisima i bankarskim uslovima.

Kredit je, inače, sadržan u pojmu finansiranja, i to kao jedan od oblika finansiranja. U današnjim uslovima kredit je značajan izvor sredstava za finansiranje proširene reprodukcije. Kredit se u privrednom životu javlja u raznim vidovima, a podela se može izvršiti po više različitih kriterijuma, kao što su: 1) kredit prema obliku u kojem se daje - novčani i naturalni, 2) kredit prema ekonomskoj nameni - proizvodnji i potrošnji, 3) kredit prema upotrebi sredstava - obrtni i krediti za osnovna sredstva, 4) krediti prema roku vraćanja - kratkoročni, srednjoročni, dugoročni itd.[860]

Pri ovoj podeli kredita i njihovom definisanju polazi se od dva osnovna kriterijuma: od monetarnog kriterijuma i kriterijuma po funkciji kredita. Prema monetarnom kriterijumu, posmatraju se izvori iz kojih sredstva potiču, a prema kriterijumu po funkciji posmatraju se namene za koje se krediti koriste.

[860] Dr S. Komazec, dr Ž. Ristić: Monetarne i javne finansije, Čigoja štampa, Beograd. 1997.

A. Kratkoročni krediti su namenjeni privrednim organizacijama radi omogućavanja nesmetanog odvijanja robnog prometa, i to onih dobara koja su stekla društveno priznanje zaključenom prodajom. Ovde se kreditno finansiranje odnosi na robu koju je proizvodla organizacija već prodala, ali u tom momentu još nije izvršila naplatu njene vrednosti. Kredit se, znači, javlja kao izvor dodatne kupovne snage prometne organizacije da bi isplatila kupljenu robu od proizvođača.

Pored gotove robe, predmet kratkoročnog kreditiranja mogu biti i zalihe gotove robe i sirovina. Prema funkcionalnom kriterijumu mogu se kreditio finansirati samo one zalihe sirovina za koje postoje dokazi da će se brzo pretvoriti u gotove proizvode koje tržište prihvata. Zalihe gotove robe kreditno se finansiraju samo u slučaju kada se radi o sezonskim proizvodima, koji se ne realizuju u određenom kontinuitetu.

Kratkoročne kredite odobravaju banke iz sredstava koja su kod njih deponovana na osnovu depozita po viđenju i kredita koje dobijaju od Narodne banke. Ovakvim kreditima se utiče na povećanje količine novca u opticaju. Ovim kreditima banke osiguravaju firmama dodatna obrtna sredstva koja su im potrebna za izvršavanje poslova u celini. Pored toga, banka može odobravati i tzv. specijalne vrste kratkoročnih kredita koji se razlikuju i po predmetu kreditiranja i po izvorima sredstava za ove kredite. U specijalne vrste kratkoročnih kredita spadaju krediti za finansiranje zaliha namenjenih izvozu ili potpunijem snabdevanju domaćeg tržišta.

Poput samofinansiranja. i sistem kreditiranja ima svoje prednosti i nedostatke.[861] "Primarna funkcija kratkoročnih kredita ogleda se u tome što obezbeđuje dodatna novčana sredstva radi finansiranja povremenih potreba (najčešće zaliha), odnosno radi održavanja tekuće likvidnosti poslovanja. Kratkoročnim kreditima preduzeće premošćava vremensku distancu od momenta prodaje proizvoda i usluga, do momenta naplate kratkoročnih potraživanja. U tom vremenskom intervalu kratkoročan kredit supstituiše vlastita novčana sredstva koja su praktično data kupcima u robi i uslugama, i omogućava pravovremenu nabavku repromaterijala, isplatu ličnih dohodaka, zakonsknh i ugovornih obaveza i slično. Kada se izvrši naplata kratkoročnih potraživanja od kupaca za prodatu robu i usluge. krediti se vraćaju zajmodavcima. Bitno poseban značaj za preduzeće imaju dugoročni krediti koji se angažuju radi finansiranja investicija u osnovna i trajna obrtna sredstva (TOS-a). Naime, preduzeća imaju permanentno angažovana novčana sredstva za pokriće zaliha sirovnna i materijala, nedovršene proizvodnje i gotovih proizvoda, koja predstavljaju trajna obrtna sredstva za minimalne tzv. "gvozdene zalihe" Ova sredstva predstavljaju dugoročno imobilisana novčana sredstva, pa njihovi izvori finansiranja moraju biti dugoročni, kao i izvori za finansiranje osnovnih sredstava, odnosno da potiču iz vlastite akumulacije i amortizacije ili iz tuđih dugoročnih izvora (kredita)... Povećano korišćenje kredita (nesrazmerno) povećava finansijske rashode i smanjuje finansijski rezultat preduzeća po osnovu

[861] Ibidem, st. 282.

direktnih i eventualno indirektnih troškova, što ima negativnog odraza na akumulaciju i reproduktivnu sposobnost preduzeća... To znači da pribavljanje novčanih sredstava putem kredita povećava direktne troškove poslovanja. odnosno odlivanja (gubitka) dohotka preduzeća po osnovu troškova kamata (revalorizacionih i realnih)... Prekomerno korišćenje kredita dovodi preduzeće u zavisan i podređen položaj prema bankama i drugim zajmodavcima... Veća zaduženost tuđim izvorima sredstava (kreditima) u finansiranju, po pravilu stvara veći rizik nelikvidnosti preduzeća. zbog rasta obaveza plaćanja prema poveriocima".[2862]

B. Investicioni krediti, prema monetarnom kriterijumu, su krediti koji se odobravaju iz sredstava koja potiču iz ranije stvorenog i raspoređenog dohotka. To su dugoročni izvori, iz kojih se sredstva koriste za dugoročna ulaganja. Prema funkcionalnom kriterijumu, investicioni krediti su namenjeni za finansiranje trajnih obrtnih sredstava i osnovnih sredstava. Prema tome, investicioni krediti potiču iz sredstava ranije akumulacije i moraju biti namenjena trajnim ulaganjima u procesu rada i razvoja. Investicione kredite odobravaju osnovne banke prema propisima investicionog kreditiranja. Korisnici ovih kredita mogu biti preduzeća, društveno-političke zajednice, društveni fondovi i druga pravna lica, a mogu biti i fizička lica - građani. To su one kategorije građana koje se bave određenom privrednom delatnošću kao, na primer, zanatstvo.

Investicioni krediti za osnovna sredstva u principu se ugovaraju putem konkursa. Time se osigurava princip selekcije tražilaca kredita na osnovu ekonomskih merila. U konkursu se, pored kreditne sposobnosti, propisuje obezbeđenje kredita, zatim se navodi način podnošenja zahteva, dokumentacije i rok podnošenja zahteva.

C. Potrošački krediti potiču iz akumuliranih sredstava štednje ako ih odobravaju banke, i iz sopstvenih sredstava, ako ih daju privredne organizacije. Prema tome, ove kredite odobravaju banke i preduzeća. Prema funkcionalnom kriterijumu, ovi krediti su namenjeni potoršačima građanima, radi finansiranja finalne potrošnje. Potrošačke kredite mogu koristiti isključnvo građanska lica, krajnji potrošači, i to u određenoj srazmeri sa njihovom mogućnošću otplaćivanja.

Potrošački krediti stvaraju dodatnu kupovnu snagu na tržištu, što doprinosi ubrzavanju realizacije proizvedene robe sa sračunatim efektima u oblasti proizvodnje. To znači da potrošački krediti predstavljaju značajan element privrednih kretanja i instrumente ekonomske politike.

D. Uloga i funkcija kredita. Kredit u našem sistemu ima ulogu regulatora procesa društvene reprodukcije. Opredeljen je potrebama privrede, a uslovljen samostalnošću u procesu odlučivanja. Na kredit se gleda kao na potrebu racionalnog i efikasnog korišćenja svih raspoloživih sredstava, pomoću kojih društvena zajednica usmerava razvoj društvene reprodukcije.[863]

---

[862] Ibidem, st. 282-298.
[863] Dr M. Matejić i dr Milovanović, op. cit, st. 36.

Kredit ima u društvenoj reprodukciji važnu funkciju, jer omogućuje likvidnost i kontinuitet u proizvodnji, što utiče na ravnotežu robnonovčanih odnosa. Sa ekonomskog gledišta, kredit ima mobilizatorsku funkciju koja se sastoji u mobilizaciji svih novčanih sredstava koja stoje u privredi. Takva sredstva se prikupljaju putem štednje i usmeravaju se na finansiranje procesa društvene reprodukcije, kao i za zadovoljenje drugih potreba.

Kredit, takođe, ima vrlo snažan uticaj i na razvoj ekonomskih odnosa sa inostranstvom. U ovom slučaju, putem kratkoročnih kredita obezbeđuju se potrebna obrtna sredstva za kontinuitet u proizvodnji tako što se finansiraju izvoznouvozni poslovi sve do momenta naplate. Na kraju, kredit kod nas ima poseban značaj u razvoju privredno nerazvijenih krajeva. Preko republičkog fonda kredit ubrzava razvoj u tim krajevima, jer dopunjuje nedostatak sopstvene akumulacije. Sličnu funkciju kredit ima i u međunarodnim ekonomskim odnosima, gde ima određenu ulogu u finansiranju nedovoljno razvijenih zemalja.

E. Uslovi kreditiranja. U uslove kreditiranja spadaju: 1) uslovi koje tražilac kredita mora da ispuni da bi zaključio ugovor o kreditu i 2) uslovi kredita koji se ugovaraju. Uslovi koje tražilac kredita mora da ispunjava da bi se zaključio ugovor o kreditu su: kreditna sposobnost, likvidnost i obezbeđenje sredstava za finansiranje preko posla.

Pre zaključenja ugovora o kreditu, dužnost banke je da utvrdi kreditnu sposobnost tražioca. a to je sposobnost vraćanja kredita u roku. To je zakonska obaveza banke, iako zakon ne propisuje način utvrđivanja kreditne sposobnosti tražioca kredita, jer je to stvar same banke. Zbog toga, banka ima ovlašćenja da od tražioca kredita traži odgovarajuću dokumentaciju, iz koje se mogu videti sve potrebne činjenice o kreditnoj sposobnosti.

Pri zaključivanju ugovora o kratkoročnom kreditu potrebno je da tražilac kredita ispuni i drugi uslova to je likvidnost. To znači da se ne može zaključiti ugovor o kreditu sa firmom, koja nije likvidna i čija su dospela potraživanja starija od 65 dana.

Uslovi za davanje pojedinih vrsta kredita utvrđuju se u posebnim sporazumima o udruživanju sredstava u okviru banke. Ti uslovi se utvrđuju, takođe, i u aktima banke, koji se donose u skladu sa srednjoročnim planovima razvoja. Izuzetak su uslovi za potrošačke kredite, koje propisuje jedinstveno društvenopolntička zajednica. Uslovi su: rok vraćanja kredita, kamata na kredit, sopstveno učešće u kreditu, način korišćenja kredita i drugo.

3. FINANSIJSKI MARKETING

Finansijski marketing implicira problematiku prikupljanja (mobilizacije), koncentraciju, distribuciju i alokaciju finansijskih resursa (novčanih sredstava). Angažovanje novčanih sredstava za finansiranje proizvodno-prometnog segmenta

reprodukcije bazna je pretpostavka za ostvarivanje celokupnog poslovnog ciklusa "od početka do kraja". Stoga je finansijska funkcija važna poslovna funkcija preduzeća koja osigurava kontinuntet finansijskog alimentiranja celokupnog procesa proširene reprodukcije. Ova važnost proističe iz nepobitne činjenice da ponuda i tražnja novčanih sredstava predodređuje finansijsku ravnotežu i stabilnost privrednih subjekata u oblasti proizvodnje i prometa. U osnovi radi se o mikroekonomskoj ravnoteži i stabilnosti.

Finansijski marketing je integralni deo finansijske funkcije preduzeća. U tom kontekstu, marketing koncept je izuzetno važan za organizaciju finansijskog poslovanja preduzeća, pošto je marketinški pristup u finansijskom poslovanju imanentan robno-novčanoj privredi i tržišnoj konkurenciji. Osnovni ciljevi i zadaci finansijske funkcije reflektuju se kroz pribavljanje finansijskih sredstava za normalno i kontinuirano odvijanje poslovnog procesa preduzeća, kroz racionalno i efikasno korišćenje novčanih sredstava, i kroz kontrolu sredstava u kružnom toku novca. Iz ovih ciljeva i zadataka finansijske funkcije deriviraju se zadaci finansijskog marektinga, koji se odnose na pribavljanje finansijskih sredstava, na finansijsko upravljanje novčanim sredstvima i na usmeravanje finansijskih iz eksternih i internih izvora. U širem kontekstu, zadaci finansijskog marketinga rasprostiru se do potrebe izrade plana potrebnih sredstava, utvrđivanja rokova, namena i izvora sredstava. namenskog ulaganja u proces reprodukcije, vraćanja uloženih sredstava, naplate dospelih potraživanja, praćenje priliva i odliva novčaiih sredstava, plasiranja viška priliva sredstava, iznalaženja dopunskih izvora za rekompenzaciju disrepance između većeg odliva i manjeg priliva, ispitivanja pravilnosti finansijskog poslovanja, praćenja promena na tržištu novca i kapitala i kolebanja deviznih kurseva i kamatnih stopa, finansijske evaluacije rentabilnosti poslovanja (upotreba novca. kapitala i hartija od vrednosti). ocene promena finansijske strukture preduzeća, usmeravanja cirkulacije finansijskih sredstava, održavanja likvidnosti i solventnosti preduzeća, ocenjivanja investicionih projekata, ocene rizika, analize dobiti itd.[8648] Iznalaženje izvora finansiranja jeste važan problem finansijskog marketinga, pošto oni mogu biti ili "poticati" iz finansijskog okruženja, iz realizacije zaliha, poluproizvoda i gotove robe (transformacija raspoloživih sredstava u tzv. likvidna sredstva) i iz akumulacije i amortizacije. Ovaj problem je potrebno razrešiti zbog toga što je imperativno determinisati odnos između politike i finansiranja sopstvenim sredstvima i politike finansiranja tuđim sredstvima. Odnos između internih i eksternih finansijskih resursa od presudnog je značaja za stabilnost i vitalnost finansijske politike preduzeća, za politiku likvidnosti i za strategiju dugoročnog razvoja. Samofinansiranje reflektuje politiku jačanja sopstvene finansijske snage preduzeća na principu diversifikacije poslovne strukture i dimenzioniranja programirane veličine preduzeća i njegove proizvodne snage. U načelu, tržište determiniše granicu samofinansiranja i utiče na rentabilitet poslovanja preduzeća sopstvenim sredstvima. Zato finansijska politika preduzeća

[864] P.Howelss i K. Bain, Financial Market and Institution Harlow, Longman, 1990.

mora voditi računa da ne povećava osetljivost preduzeća na konjunkturna kolebanja i na tržišne oscilacije, koje doprinose neefikasnoj alokaciji investicionih resursa. Finansijski marketing zato mora da planira razvoj samofinansiranja na principu tržišne regeneracije sopstvenih sredstava deriviranih iz rastuće tržišne reverifikacije dobiti.

Finansijski marketing preduzeća mora posebno da respektuje finansiranje tuđim sredstvima, naročito u uslovima visoke i rastuće inflacije i visoke i rastuće kamatne stope. Kad to ističem imam u vidu da je raspolaganje tuđim resursima limitirano vremenom i uslovima dobijanja i vraćanja eksternih sredstava. A ti problemi su povezani sa politikom likvidnosti korisniku tuđih sredstava, sa eventualnim negativnim implikacijama na tekuće poslovanje i kontnnuitet proizvodnog procesa. Jer, nestabilni uslovi privređivanja, koji su i opterećeni visokom inflacijom induciraju opadajuću tendenciju dugoročnih izvora u ukupnim finansijsksim sredstvima i rastući kvantum kratkoročnih izvora u pasivi. Time se postepeno degradira Finansijska struktura, što sa rastućim kamatama povećava troškove finansiranja. Rastuće kamate i rastući troškovi finansiranja uvode problem postepenog skraćivanja rokova amortizacije sredstava uzetih iz dugoročnih izvora. U takvim uslovima preduzeće se izlaže sve većim rizicima cene kapitala, pogotovu u uslovima nedostatka trajnih obrtnih sredstava i permanentnog opadajućeg učešća privrede u ukupnoj novčanoj masi. A kada se nato nadoveže i preduzetnički rizik i rizik od reduciranih mogućnosti naplate potraživanja na osnovu realizacije robe i usluga na tržištu, onda se otvara problem neutralisanja rizika, problem "prebacivanja" tržišta i problem pokrića rizika. Finansijski marketing u takvim okolnostima prima novi zadatak: da stvara rezervne fondove za pokriće rizika, da pretvara rizike u troškove poslovanja, da plaćanjem premija "prevodi rizik na osiguravajuće institucije i da pretvara kratkoročne u dugoročne kredite (sa očekivanim inflacionim topljenjem sadašnjnh kamatnih troškova).

U uslovima sprovođenja politike skupog novca,[865] finansijski marketing implicira usklađivanje nabavke i prodaje, usklađivanje priliva i odliva novčanih sredstava, i usklađivanje robnih i finansijskih tokova preduzeća. Finansijski marketing nastoji da prikuplja novčana sredstva u skladu sa planom potrebnih sredstava, koja se jednim delom transformišu u materijalna sredstva. dok se svojim drugim delom koriste za tekuća plaćanja. Finansijski marketing usmerava prikupljena novčana sredstva finansijskim planiranjem i distribucijom sredstava s ciljem da se poveća i ubrza obrt sredstava, proširi obim proizvodnje i diversifikuje plan prodaje. On, dakle, sledi sve aktivnosti koje su povezane sa kružnim tokom kretanja osnovnih i obrtnih sredstava.

Finansijski marketing preduzeća implicira, po mom mišljenju, pet instanci. U prvoj instanci aktivnost je skoncentrisana na problematici utvrđivanja kvantuma raspoloživnh novčanih resursa i na planiranju novčanih sredstava, pošto u osnovi reflektuje finansiranje u užem smislu. Finansijski marketing preduzeća

[865] K. Ujčić, Analiza finansijske situacije, Ekonomski pregled, 10-11-12/90.

dinamizira finansijsku funkciju, dajući joj aktivnu i mobilizatorsku ulogu u procesu kreiranja i sprovođenja razvojne politike preduzeća. Akcenat se, dakle, stavlja na finansijsko planiranje u okviru čije delatnosti bitišu izrađeni programi finansiranja i planovi osiguravanja sredstava po utvrđenoj dinamici u skladu sa kružnim kretanjem sredstava (kretanje sredstava rada, predmeta rada i rezultata rada, priliva i odliva novčanih sredstava).

U drugoj instanci pribavljaju se novčana sredstva za standardno finansiranje preduzeća, odnosno za tekuće poslovanje. Radi se u osnovi o permanentnim problemima finansiranja, odnosno o brizi za novčana sredstva za obrtna sredstva, jer od ovog segmenta ciklusa finansijske funkcije najviše zavisi odvijanje normalnog toka poslovanja (poslovni uspeh) i finansijski rezultat preduzeća. No, ovaj tok upravo implicira uspostavljenje "čvrste" kontrole upravljanja zalihama kako bi se potrebna novčana sredstva kretala u tzv. zoni niske tražnje, pogotovu u uslovima visoke inflacije i visokih kamatnih stopa. To je vrlo važno zbog toga što sposobnost plaćanja obaveza po izdatim instrumentima (i sposobnost plaćanja u zakonskom roku) inkorporira srednjeročno usklađene planove nabavke i prodaje, planove priliva i odliva novčanih sredstava, i planove naplate i isplate, uz rigoroznu kontrolu dotičnih planova od koje zavisi pravovremena intervencija u procesu uravnotežavanja novčanih tokova (priliva i odliva). Ovakav pristup. nadalje, implicira racionalnu politiku nabavke i efikasnu politiku kontrole zaliha kako bi se osigurala ekonomija sredstava i kontinuitet proizvodnje. Normiranje zaliha (neefikasna kontrola zaliha) mora sa svoje strane biti povezana sa problematikom raspodele kako bi se stimulisao obrt zaliha iznad planiranog koeficijenta. O tome treba posebno voditi računa u privredi u kojoj je izuzetno nizak koeficijent samofinansiranja i hipertrofiran kreditni odnos sa visokim kamatnim opterećenjem. Finansijski marketing, u tom kontekstu, izlaz vidi u odabiru najpovoljnije varijante udruživanja sredstava ili zajedničkih ulaganja, koja obezbeđuju - srednjoročno i dugoročno planiranje, konkretizuje finansijsku politiku preduzeća u procesu definisanja potreba u novčanim sredstvima, pribavljanja finansijskih sredstava, korišćenja internih i eksternih resursa, tržišnog usmeravanja sredstava i racionalne alokacije resursa.

Treća instanca finansijskog marketinga faktički inkorporira problem finansiranja, kao trajni zadatak finansijske funkcije preduzeća unutar koje finansijski marketing insistira na iznalaženju optimuma potrebnih sredstava za tekuće poslovanje (po obimu, etrukturi i dinamici) i na istraživanju racionalnih izvora sredstava za investicije.[866] U ovom kontekstu, zadatak je finansijskog marketinga da analizira: (1) izvore sredstava (poslovni fond, udružena sredstva, kratkoročni krediti, krediti za obrtna sredstva, devizni krediti i sl.), (2) tekuće obaveze (obaveze po menicama, dobavljači, inostrani partneri i dr.), (3) novčana sredstva (žiro-račun, menice, čekovi, ostala novčana sredstva, kupci i ostala potraživanja), (4) zalihe (materijal, sirovina i gotova roba), itd. To je potrebno činiti

[866] Ch. K.Coe, Public Financial Management, Englewood Cliffs, Prentice Hall, 1989.

zbog toga što je veoma važno sagledati da masa raspoloživih i korišćenih obrtnih sredstava ne dostigne nivo ukupnog prihoda, da koeficijent obrta sredstava ne bude izuzetno visok. da neangažovana sredstva izvan funkcije zakonomerno ne rastu, da kratkoročni krediti ne postanu predominantni oblik angažovanja bankarskih sredstava. da "blokirana" obrtna sredstva u zalihama kontinuelno ne rastu, da permanentno zaduživanje ne reprezentuje "izlaz" iz besparice (nelikvidiosti), da troškovi kamata ne postanu balast, da obnavljanje obrtnih sredstava na rastućim "novčanim" cenama ne ugrozi poslovanje i razvoj preduzeća, itd.

U četvrtoj instanci razrešava se karakterističan problem finansiranja zaliha gotovih proizvoda i kupaca, preko koga se uspostavlja koordinacija finansijske i komercijalne funkcije. U tom sklopu. pažnju treba. obratiti na prodaju roba na kredit (robni kredit) među korisnicima društveiih sredstava (na osnovu Zakona o osiguravanju plaćanja između korisnika društvenih sredstava). i na tzv. potrošačke kredite za prodatu robu građanima. Kad to ističem. imam u vidu da se dotični krediti mogu odobravati iz sopstvenih slobodnih novčanih sredstava, iz pribavljenih sredstava putem kreditnog mehanizma, iz udruženih sredstava. iz inostranih izvora i sl. što i otvara problem obračuna kamata sa stanovišta nominalnog i realnog nivoa. Kamata je preteški problem za finansijski marketing preduzeća. pošto racionalnu politiku nominalnih i realnih kamatnih stopa u hiperinflacionoj eufornji nije adekvatno rešio ni bankarski i monetarno-kreditni sistem.

Konačno, u petoj instanci karakteristična je problematika vraćanja pozajmljenih finansijskih resursa kako bi se očuvao potreban nivo likvidnosti i solventnosti. U tom kontekstu, finansijski plan treba da predvidi potencijalna sredstva za povraćaj dospelih finansijskih obaveza u vidu kredita, dok finansijska politika treba da sagleda racionalnost i opravdanost obnavljanja kratkoročnih kredita, konvertovanja kratkoročiih kredita u dugoročne kredite i uslova kreditiranja sa fiksnom ili varijabilnom kamatom i sa fiksnim rokovima dospeća. U uslovima inflacije od posebnog je značaja mogućnost sprečavanja formiranja dužničke dobiti i pretvaranja dohotka poverioca u dužničku korist.

U tom kontekstu marketinška analiza finansijske situacije ima za zadatak da ustanovi pravila igre u finansiranju obrtnih sredstava kako bi se osnažila likvidnost preduzeća, koja se opservira sa stanovišta kreiranja likvidnosti iz finansijskog rezultata, upotrebe obrtnih sredstava i vraćanja kredita za obrtna sredstva. Finansijski marketing treba, isto tako, da analizira finansijska ulaganja u obrtna sredstva. Finansijski marketing treba. isto tako, da analizira finansijska ulaganja u obrtna sredstva i efektivnost pojedinih izvora sredstava (sopstvena, kreditna i zajmovna) u odnosu na ostvarene rezultate poslovanja. Ispitivanja izvora finansiranja treba da inicira odgovor na pitanje kako se finansira povećana poslovna aktivnost preduzeća i kako se "razvija" veličina sopstvenih ulaganja za buduće investicije.

Savremeno finansijsko upravljanje obrtnim sredstvima jeste važan segment finansijskog marketinga preduzeća u funkciji povećanja efikasnosti angažovanih novčanih sredstava, održavanju nivoa potrebne likvidnosti i stabilnosti

finansijske situacije. Finansijski marketing preduzeća u procesu korišćenja finansijskih sredstava posebno treba da vodi računa o usklađivanju sopstvenih i pozajmljenih sredstava, o usklađivanju izvora po ročnosti, i oceni finansijskog položaja poslovnog partnera.

Savremeni trendovi u ekonomskim odnosima prema upravljanju preduzetnom finansijskom funkcijom pretpostavljaju znanje i informisanost u ekonomiji novca. Stručno vođen finansijski menadžment tendira ostvarivanju finansijskih dobitaka kroz maksimizaciju efekata upotrebe finansijskih sredstava i redukciju finansijskih rizika.

U savremenom svetu kretanje kapitala postalo je propulzivan faktor ekonomije, pošto godišnji promet kapitala od 100 biliona dolara uveliko nadilazi evetsku trgovinu robom i uslugama od 2,5-5 biliona dolara. Takva finansijska snaga postaje sve više autonomna sila koja se postepeno odvaja od robiih tokova. Autonomno kretanje novca i kapitala sada prate nestabilni (fluktuirajući) devizni kursevi i kamatne stope; što značajno utiče na konkurentsku poziciju preduzeća na inostranom tržištu i na cenu koštanja proizvoda.[867]

Zahvaljujući razvoju računarske tehnologije, finansije postaju važan faktor mikroekonomije posredstvom finansijskih inovacija i diversifikacije finansijskih instrumenata (depozitni certisrikati. NOW računi, aranžmani o rekupovini obveznica, SVIP-depoziti, zajednička sredstva novčanog tržišta, overdraft računi i kreditne kartice), kojima se može trgovati i manipulisati u procesu zaštite od rizika. U uslovima visoke inflacije. visokih kamatnih stopa i visoke deprecijacije nacionalne valute, upravljanja poslovnim finansijama postaje stožer integralne poslovne strategije. Finansijsko odlučivanje, samim tim, postaje sve složenije, pogotovu ako finansijska funkcija inklinira profiterskoj maksimizaciji.

Planiranje potrebnih sredstava za finansiranje tekućeg poslovanja i razvoja, pribavljanje finansijskih sredstava pod najpovoljnijim tržišnim uslovima, efikasna distribucija novčanih resursa i racionalna alokacija resursa reprezentuju marketinški koncipiranu finansijsku funkciju preduzeća koja je poslovno orijentisana isključivo ka biznis finansijiskim operacijama na domaćim i međunarodnim tržištima novca, kapitala i hartija od vrednosti. Savremene metode kupovina i prodaja roba i usluga mora da sledi finansijski marketing zbog toga što međunarodna konkurencija razvija nove metode finansiranja, koje redukuju troškove upotrebe sredstava i modernizuju finansijsko poslovanje.

Marketinški koncept finansijskog poslovanja preduzeća po pravilu "ne trpi" preterano decentralizovani model upravljanja finansijama. Razloge vidimo u brojnim slabostima predimenzionirane decentralizacije, koje se ispoljavaju kroz teritorijalizaciju novčanih tokova preduzeća, povećanje troškova platnog prometa, multiplikaciju žiro-računa, smanjivanje koeficijenta obrta novčanih sredstava, nekorišćenje efekata ekonomije veličine (obima) sredstava (koncentraciju resursa), povećanje troškova finansiranja reprodukcije, degradiranja plana novčanih

[867] Đ. Evans I B. Berman, Marketing, Ekonomika, Moskva ,1990.

sredstava, itd. multinacionalne i transnacionalne kompanije u savremenom svetu napustile su. stoga, decentralizovani metod i okrenule su se potiranju centralizacije finansijske funkcije, čije se prednosti ogledaju kroz smanjenje troškova finansiranja, koncentraciju finansijskih sredstava, efikasniju politiku zaštite od finansijskih rizika, uspostavljanje kontrole nad alokacijom akumulacije, eliminisanje prelivanja profita. Centralizovano finansiranje preko moderne računarske tehnologije omogućava elektronsku komunikaciju između finansijskih centara i kontrolu nad finansijskim tokovima bez organizacione decentralizacije. Takav pristup finansijskom marketingu bio bi koristan i za nas, pogotovu ukoliko želimo da racionalno organizujemo finansijski inženjering i planiranje cash-flowa na "vrhu" preduzeća.

Finansijsku funkciju. u tom kontekstu, treba organizovati u formi – profitcentra, a ne kao servisnu službu za upravljanje finansijama. Takav profitcentar može da posluje na princppu privrednog računa sa difuzijom inovacione finansijske tehnike. Samo tada se može ostvariti zarada po osnovu korišćenja finansijskih inovacija, koje povećavaju efikasnost finansijske funkscije preduzeća i disperziraju poslovnu aktivnost. Uvođenje informacionnh tehnika u procesu finansijskog menadžmenta doprinelo je razvoju tzv. naučnog medija u finansijskoj strukturi preduzeća. Radi se o razvoju elektronskog novca i o elektronskom upravljanju finansijskim operacijama (disponiranje raspoloživih finansijs1sih sredstava, evidencija i obrada kredita, plasmana, dospeća i troškova finansiranja, vođenje dužničko-poverilačkih odnosa, ocene investicionih projekata, elektronsko komuniciranje sa bankama i berzama novca, banka podataka o kupcima, dobavljačima, poveriocima i dužnicima itd.). Kompjuterizacija finansijskog poslovanja jeste fundamentalna pretpostavka savremenog upravljanja finansijskom funkcijom na marketinškom konceptu.[252]

Ali, za takav pristup finansijskom marketingu potrebni su savremeni finansijski kadrovi u vidu tzv. finansijsknh menadžera koji su osposobljeni za upravljanje novčanim sredstvima, investicijama, kreditima, kamatnim rizicima, inovacijama i finansijskim instrumentima na finansijskim tržištima (kao što su svopovi, kolari, kapori, NIF, STRIP, ICON, ZEBRA, NRV, FIIPS, formard svop opcija, opcije, fjučersi, terminske transakcije itd.) u uslovima rastuće finansijske deregulacije i reprivatizacije. Elektronska revolucija, dakle, modifikuje nasleđeni model upravljanja finansijama, jer savremenn svet teži automatizaciji finansijske funkcije preduzeća. Telekomunikaciona tehnologija već obezbeđuje infrastrukturu za novi finansijski marketing, kao katalizatora finansijskog preduzetništva i akcionarstva.

3.1. Menadžment bankarskog marketinga

3.1.1. Finansijski marketing i upravljanje finansijama banaka

Marketing koncept upravljanja ukupnim poslovnim sistemom banaka ostaje potpuno nerazrađen ukoliko se svede samo na odnose kredita i sredstava

banaka, odnosno aktive i pasive, ukoliko ne uključi i bitnu funkciju i tržište novca i finansijskog kapitala, odnosno celokupan marketing u bankama. Jer, početak i kraj svakog tržišnog komuniciranja jeste novac (iza koga se krije i mogućnost normalne reprodukcije ukupnih sredstava i profit kao motiv poslovanja). Savremena tržišta su dominantno finansijska tržišta uz stalne procese transformacije roba i materijalnih vrednosti svih subjekata u novčane oblike, uz potpuno izmenjenu finansijsku strukturu imovine modernih preduzeća i banaka. Dakle, finansijski (bankarski) marketing mora poći od funkcije novca i kapitala, pri čemu je angažovanje novčanih sredstava za finansiranje proizvodno-prometnih delova reprodukcije osnovna pretpostavka za osiguravanje ukupnog procesa reprodukcije i razvoja svakog sistema. Pri tome ponuda i tražnja novčanih sredstava, priliv i odliv novca, proces investiranja novčanih sredstava, povraćaj i efekti ulaganja, postaju danas osnovne funkcije razvoja, dok je funkcija potrošnje i tražnje (roba i usluga) izvedena iz sistema ulaganja i politike razvoja (odnosno realnog angažovanja faktora reprodukcije preko tržišnog mehanizma).[868]

Finansijski marketing stoga postaje integralni deo ukupne finansijske funkcije i razvojne politike i bankarskog sistema, njegove modernizacije, efikasnosti i konačnih efekata poslovne politike banaka prema krajnjim korisnicima bankarskih sredstava i usluga. To je ta inverzna funkcija dosadašnje upravljačko-distributivne državno-javne funkcije ovakvog bankarskog sistema.

Finansijska fonkcija u bankarstvu sve više se orijentiše na sledeće segmente poslovne filozofije banaka:

1. Upravljanje finansijskim sredstvima (aktivom i pasivom banaka),
2. Racionalno i efikasno korišćenje novčanih sredstava,
3. Kontrolu upotrebe finansijskih sredstava,
4. Politika pribavljanja eksternih sredstava, odnosno internih sredstava,
5. Tokovi priliva i odliva novca, namene korišćenja,
6. Plasiranje slobodnih sredstava, posebno u nove finansijske oblike (akcije, obligacije, certifikate i dr.),
7. Praćenje promena na tržištu novca i kapitala, kao i kolebanja kamatnih stopa i deviznih kurseva,
8. Rentabilnost uloženih sredstava,
9. Ocena promene finansijske strukture u bilansima,
10. Održavanje permanentne likvidnosti i solventnosti,
11. Ocena investicionih projekata, rizika, analiza dobiti i dr.

[868] Zadovoljavanje potrebe potrošača, kao osnovni motiv i bitna funkcija marketing upravljanja, nije više tako apsolutno data, niti mora biti osnovna. Ovo je sve više izvedena funkcija iz nekoliko danas bitnih razloga: 1) Profitni motiv proizvođača postaje dominantan, 2) Struktura potrošnje i nosioci potrožnje vrlo brzo se menjaju, tako da funkcija potrošnje nije stalna, te joj se funkcija proizvodnje ne može ex ante prilagođavati, 3) Danas postoji velikim delom dominacija proizvođača, manipulacija tržištem, vrlo jaka državna intervencija i javni sektor, otvorena ekonomija, kreditno podsticanje potrošnje (nezavisno od tekućeg dohotka potrošača idr.), 4.) Proizvodnja se sve više vezuje za poznatog kupca, čime dolazi do spoja funkcije proizvodnje i već unapred poznate potrožnje (do najsitnijih detalja).

Radi se, dakle, o upravljanju finansijama, bez čega i ukupna funkcija proizvodnje, realizacija roba i usluga, ciljna funkcija ukupnog sistema ne mogu da se ostvaruju.

Finansijski marketing (dopunjen finansijskim menadžerstvom i finansijskim inženjeringom) omogućava da se maksimalno poveća osetljivost bankarskog i privrednog sistema na tržišne oscilacije, okruženje, makroekonomsku politiku i ukupna privredna kretanja.

Ovo posebno dolazi do izražaja u uslovima brzih i naglih zaokreta u ekonomskoj politici, izrazito visokoj inflaciji, kolebanju deviznih kurseva i vrlo visokim kamatnim stopama. U uslovima kada je kamatna stopa oko 20 puta veća od profitne stope, finansijska sfera je zadominirala nad realnom (proizvodnjom roba i usluga), tako da slabo upravljanje finansijskom sferom može da poništi sve pozitivne rezultate u proizvodnji i realizaciji roba i usluga. U takvim uslovima i ponašanje potrošača se menja, investicije i dugoročna ulaganja naglo opadaju, poslovni rizik se povećava, inflatorni dobici i gubici se nekontrolisano rasprostiru, odvodeći često mnoge subjekte i banke u vrlo kratkom roku iz sfere dobiti u gubitak. Finansijski marketing u takvim uslovima dobija i zadatak da stvara rezervne fondove za pokriće rizika, da pretvara rizik u troškove poslovanja, da povećanjem premije osiguranja "prenosi" rizik u osiguravajuće institucije i da optimalno pretvara kratkoročne i dugoročne plasmane, uz njihovu optimalnu vremensku i kamatnu strukturu (i dinamiku povraćaja). Finansijski marketing u uslovima skupog novca mora da usklađuje i nabavke i prodaje, priliv i odliv novčanih sredstava, da usklađuje robne i finansijske tokove svake banke i preduzeća, pa tako i sistem u celini. Ostvariti optimalnu strukturu sredstava (unutar novčanih sredstava, ali i robnih i novčanih resursa) je izuzetno složen i odgovoran zadatak upravljanja svim procesima i ukupnom poslovnom politikom sistema.

Savremeni trendovi u svetu na području upravljanja novcem i ukupnom finansijskom funkcijom pretpostavljaju znanje i veliku informisanost o ekonomiji novca. Finansijski menadžment na toj osnovi omogućava, čak i uz nepovoljno okruženje, ostvarivanje finansijskog dobitka kroz maksimizaciju upotrebe finansijskih sredstava i redukciju finansijskog rizika i troškova, ali i kroz eliminisanje procesa pretvaranja dužničke dobiti u dobit poverilaca (u inflaciji posebno).

Nagli razvoj računarske tehnologije, informatike, povezivanje sistema i dr. vode sve većem značaju finansijskih sredstava (novca, kapitala, dohotka, akcija, obveznica i dr.), ali i finansijskih inovacija. Vrlo velika diversifikacija finansijskih instrumenata koja je već nastala (depozitni certifikati, NOW računi, rekupovina obveznica, SVIP-depoziti, zajednička sredstva na novčanim tržištima, overdraft-računi, kreditne kartice, obveznice, SWOP-aranžmani, akcije i dr.) koji postaju sve više predmet kupovine i prodaje na finansijskim tržištima, uz sve veće mase dobitaka i gubitaka (uz sve veće rizike u poslovanju i finansijske rizike), dovode i do disperzije gubitaka paralelno sa sve šprom skalom finansijskih instrumenata u poslovanju.

Upravljanje poslovnim finansijama postaje time i pravi stožer integralne poslovne strategije bankarskog sistema. Finansijsko odlučivanje postaje sve složenije, posebno u uslovima kada se finansijska funkcija sve više orijentiše ne na zadovoljavanje potreba potrošača, već na maksimalizaciju profita.

Finansijska funkcija i marketing koncept upravljanja finansijama ne trpi preterano decentralizovan model upravljanja novcem i kapitalom. Multinacionalne i transnacionalne korporacije u savremenom svetu napustile su decentralizovan i disperziran metod i okrenule se centralizaciji finansijske funkcije. Centralizovano upravljanje novcem preko moderne računarske tehnologije omogućava elektronsku komunikaciju između finansijskih centara i potpunu kontrolu nad finansijskim tokovima, bez organizacione decentralizacije. Takav pristup finansijskom marketirngu bio bi koristan i za nas, posebno ukoliko želimo da racionalno organizujemo finansijski inženjering i planiranje cash-flowa na "vrhu" bankarskog sistema. Bez navedenog nije moguće voditi efikasnu politiku inovacija, investicija, modernizacije i novu potpuno kompatibilnu tenologiju. Kompjuterizacija finansijskog poslovanja je fundamentalna pretpostavka savremenog upravljanja finansijskom funkcijom na marketinškom pristupu. Razvojem elektronskog novca i elektronskog upravljanja finansijskim operacijama, posebno automatsko disponiranje novčanim sredstvima, evidencija i obrada kredita i drugih plasmana, elektronska komunikacija među bankama i berzama novca, formiranje banke kupaca i prodavaca, poverilaca i dužnika, uz gotovo svakodnevni bilans banaka i preduzeća, omogućava blagovremene finansijske operacije da bi se ostvario pozitivan finansijski rezultat. To je gotovo prava finansijska revolucija i revolucija u finansijama.

Takav finansijski marketing traži vrlo brzo formiranje i odgovarajućih finansijskih menadžera koji su osposobljeni za takvo upravljanje novčanim sredstvima, investicijama, kamatama, kreditima, kursevima, rizicima, inovacijama, berzanskim poslovanjem, ali i novim finansijskim instrumentima na sve razvijenijem finansijskom tržištu (kao što su svopovi, kolari, kapori, NIF, STRIP, ICON, ZEBRA, HRV, FIPS, opcije, fjučersi, terminske transakcije itd.). Naravno, tu se podrazumeva i vrlo brza i efikasna finansijska kontrola svih tokova novca i dohodaka i poslovanja u celini.

Elektronska revolucija, dakle, u potpunosti modifikuje dosadašnji model upravljanja finansijama banaka „od oka", "prema osećaju", prema .slučajnim i donekle očekivanim kretanjima" i sličnim elementima rudimentarne ekonomije i tradicionalnog (klasičnog) bankarstva, prevodeći finansijsku funkciju na gotovo potpunu automatizaciju.

Telekomunikaciona tehnologija već sada u razvijenim tržišnim privredama osigurava potrebnu infrastrukturu za potpuno novi finansijski marketing, koji sa svoje strane postaje katalizator finansijskog preduzetništva i akcionarstva.

3.1.2. Bankarski marketing i rast banke

Bankarski marketing u osnovi predstavlja moderan pristup tržišnom modelu privređivanja banke kao finansijske institucije i poslovnog subjekta u finansiranju privrednog razvoja i rasta preduzeća. Bankarski marketing usmerava poslovnu politiku banke u pravcu zadovoljavanja sadašnjih i budućih potreba, sadašnjih i budućih komitenata i klijenata na efikasan i racionalan način. Bazični cilj bankarskog marketinga jeste permanentno unapređivanje depozitne funkcije banke sa sračunatim efektima na planu povećanja kreditnog potencijala. A to se postiže upravo atraktivnim privlačenjem komitenata i klijenata, koji na svojim računima u banci raspolažu relativno visokim, stabilnim i rastućim prosečnim stanjem novčanih sredstava, bez prevelikih kreditnih zahteva. Marketing koncept banke usmeren je i u pravcu razvoja novih bankarskih proizvoda i bankarskih usluga, pored izraženog zahteva za permanentni razvoj funkcije prikupljanja depozita i odobravanja kredita. Zbog toga, menadžment banke prihvata sadržinu marketing funkcije, koja se identifikuje sa kreditnom funkcijom (što je od izuzetnog značaja za upravijanje aktivom i pasivom banke). Prihvatanje i organizovanje marketing koncepta zato je i predstavljalo svojevrsnu inovaciju bankarskog poslovanja i modemu odrednicu biznis orijentisane poslovne politike banke.

Marketing pristup poslovnoj politici banke je odraz tržišne orijentacije banke i profitonosne orijentacije menadžmenta banke. Tržišno usmerena poslovna politika banke, kao samostalnog poslovnog subjekta, reprezentuje skup mera i instrumenata banke u procesu mobilizacije, koncentracije i alokacije novčanih sredstava na principima likvidnosti, solventnosti i rentabilnosti. Tržišni motiv privređivanja banke jeste dobit iz koje se alimentiraju dividende akcionarima na uloženi deoničarski kapital. Izbor marketing strategije, u tom kontekstu, jeste važan činilac u poslovnoj politici banke za ostvarivanje razvojnih i strategijskih ciljeva poslovnog bankarstva. Pri tome, ocena tekuće tržišne pozicije banke treba da prethodi formulisanju marketing strategije banke[869]. To je potrebno iz razloga što svaka banka ima funkcionalnu organizacionu strukturu sa sledećim segmentima:

1. Prikupljanje sredstava privrede (depozitna funkcija),
2. Plasiranje sredstava privredi (kreditna funkcija),
3. Poslovanje sa inostranstvom (devizna funkcija),
4. Poslovanje sa stanovništvom (depozitna i kreditna funkcija),

U tom sklopu, bankarski marketing identifikuje resurse za ostvarivanje razvojnih i strategijskih ciljeva banke.

Marketinški orijentisana organizaciona struktura banke prilagođava se promenama u okruženju i vrši pritisak na efikasno poslovanje banke putem racionalizacije kreditne funkcije banke. Bankarski marketing pokriva ciljno tržište banke i signalizira menadžmentu banke potrebu aktiviranja novih bankarskih proizvoda.

---

[869] Dr U. Ćurčić, Marketing poslovne banke, Udruženje banaka, Beograd, 1992. str. 109.

Promotivnu aktivu banke na ciljnom tržištu sprovodi agresivni marketing propagandnim kreativnim i inovativnim porukama sa sračunatim efektima na planu brze i efikasne prodaje bankarskih proizvoda i usluga.[870] To treba da omogući kvalitetna bankarska ponuda koja je strukturisana tako da kratkoročno i dugoročno zadovoljava potrebe svojih klijenata i da kreira nove potrebe za nove, potencijalne bankarske klijente. Jednostavno, moderan bankarski marketing treba da kreira buduću tražnju sadašnjom ponudom. Agresivni nastup banke u odnosima sa javnošću (Public Relations) treba da perpetuira u novi "profit-udar" na komitente sa ostvarivanjem programiranih efekata promocije bankarskog imidža.

Menadžment banke po pravilu treba da implicira fleksibilnu politiku cena, koja utiče na poslovne performanse. Politika cena banke u osnovi treba da osigura poslovno priticanje prihoda banke, koji služe za pokriće troškova banke i za ostva-rivanje dobiti banke. Cenovna politika bankarskih proizvoda i usluga mora biti tržišno orijentisana bez administrativnih ingerencija. Takva politika se empirijski verifikuje na tržištu novca i kapitala. Stoga, banka mora da vodi računa o neto kamatnoj marži kao razlici između aktivne i pasivne kamatne stope, o naknadama i o provizijama.

Marketinški ciljevi banke su:

a) Povećanje dobiti (profita) banke,
b) Investiranje u rast banke,
c) Povećanje kvantuma depozita banke,
d) Racionalizacija kreditnih plasmana,
e) Podizanje imidža banke,
f) Proširenje bankarskog tržišta,
g) Međunarodni nastup banke,
h) Ekspanzija asortimana bankarskih proizvoda i usluga,
i) Proširenje filijale mreže, i
j) Izgradnja novih profitnih centara banke u odnosu na konkurenciju.

Stopa rasta depozita i kredita može biti relativno pouzdan indikator ostvarivanja funkcije banke pa i referentan podatak da li je banka lider na tržištu. Zarada po akciji jeste indikator realizacije marketing cilja sa stanovišta pripreme banke za budući rast. Povećanje dobiti (profita, zarade) banke, kao relevantnog cilja bankarskog marketinga, po pravilu, prate i ostali marketing ciljevi banke, ulaganje u očuvanju dostignutog nivoa banke na tržištu u odnosu na konkurenciju i sekularno povećanje i depozita i kredita.

U tom kontekstu, važno je identifikovati kratkoročne i dugoročne marketing ciljeve banke. Učešće na tržištu, obim prodaje, potrošački meritoring i agresivno promovisanje bankarskih proizvoda i usluga prezentuju paletu kratkoročnih ciljeva bankarskog marketinga, dok profit banke, razvoj i rast banke,

[870]Uporedi: Ph.Kotler, Marketing Managent, Prentice - Hall Engkwood Cliffs, i dr M. Milosavljević, Marketing, Savremena administracija, Beograd,1991.

bonitet i imidž banke, društvena emisija i odgovornost reflektuju retrospektivu dugoročnih ciljeva bankarskog marketinga.

Za ostvarivanje navedenih ciljeva valja formulisati proces marketing planiranja, kao kontinuelni proces koji sadrži:

1. Utvrđivanje ciljeva banke,
2. Utvrđivanje bankarskog tržišta,
3. Analiziranje konkurencije banke,
4. Planiranje bankarskih proizvoda i usluga,
5. Utvrđivanje cena proizvoda i usluga banke,
6. Definisanje strategijskog i taktičkog plana banke,
7. Utvrđivanje sredstava (budžeta) strategijskog i taktičkog marketing plana.

Strategijsko planiranje, u tom kontekstu, reprezentuje vodič u bankarsku budućnost, odnosno kurir progresa. Ovo određuje kurs razvoja banke i "prenosi" banku iz sadašnjosti u budućnost. Strategijsko planiranje trasira prostornu i poslovnu ekspanziju, koja gradi imidž menadžmentu banke. Tako marketing "radi" za menadžment.

4. FINANSIJSKO UPRAVLJANJE I ODLUČIVANJE

Finansijsko upravljanje podrazumeva upravljanje na osnovu finansija, što se ispoljava kao uticaj na rad, poslovanje, i celokupan razvoj pomoću raspoložive količine novca.[871] Ovaj uticaj na rad, poslovanje i razvoj putem novca u našem sistemu ispoljava se u odlučivanju o dobiti.

Ovo proizilazi u prvom redu iz Ustava i drugih zakonskih propisa, prema kojima su radnici nosioci stvaranja, usmeravanja i kontrole novčanih tokova i to u samom preduzeću i između preduzeća, pa sve do plaćanja u međunarodnim odnosima.

U konkretnoj privrednoj organizaciji stvoriti sistem finansijskog upravljanja znači, pre svega, utvrditi i definisati finansijsku politiku kao polazište. Ako se finansijska politika shvati kao svesno i stvaralačko odlučivanje o osnovnim finansijskim ciljevima, onda treba uporediti delove finansijske politike, a to je finansijska strategija, finansijska taktika i finansijska struktura. Ne ulazeći u dublju analizu, valja istaći da u sistemu finansijskog upravljanja dominiraju finansijska načela. Finansijsko upravljanje je u uskoj korelaciji sa finansijskim odlučivanjem.[872] Odlučivanje je, zapravo, deo i same aktivnosti vođenja finansijske politike, zatim planiranja, organizovanja i koordinacije i to ne samo kada se radi o osnovnim problemima uslova rada i života radnika koji udružuju rad, nego i kada se radi o osnovnim pitanjima cele organizacije kao sistema. Finansijsko odlučivanje, pored svog stvaralačkog karaktera, ima i stručni značaj. U finansijskom odlu-

[871] Dr J. Ranković, op. cit.
[872] Dr V. Zeremski, op. cit.

čivanju, kao i u odlučivanju uošlte, ima više dimenzija. Tu su u prvom redu izvorne osnovne i izvedene odluke, pri čemu se može govoriti o trojnim odlukama osnovne finansijske politike, o odlukama u okviru razvojne finansijske politike i sl.

Finansijsko odlučivanje se po pravilu temelji na određenim načelima, kao što su načelo racionalnog finansiranja, načelo rentabilnosti, načelo sigurnosti i načelo likvidnosti. Načelo racionalnog finansiranja implicira pribavljanje finansijskih sredstava najpovoljnijom kombinacijom sopstvenih (internih) i tuđih (eksternih) resursa. Načelo reitabilnosti implicira ulaganja finansijskih sredstava u one ekonomske poslove koji najviše uvećavaju uložena sredstva, dok načelo sigurnosti podrazumeva ulaganje finansijskih resursa u ekonomske poslove koji obezbeđuju najsigurniji povraćaj uloženih resursa uz najniži nivo rizika.[873] Najzad, načelo likvidnosti implicira sposobnost preduzeća da raspoloživim finansijskim sredstvima (resursima) u svakom vremenskom trenutku udovolji dospelim obavezama plaćanja, pošto se likvidnost u užem smislu meri odnosom priliva i odliva novčanih sredstava. No, za finansijsku politiku važna je i tzv. finansijska snaga, koja reprezentuje sveukupnost finansijskih odnosa koji proističu iz racionalnog pribavljanja, korišćenja i vraćanja finansijskih sredstava i koji se ostvaruju na načelima rentabilnosti, sigurnosti i likvidnosti[874] Finansijska snaga preduzeća i jeste trajna sposobnost finansiranja i plaćanja, i očuvanja i povećanja imovine.[875]

4.1. Strategijsko upravljanje

Etape razvoja ekonomije obeležavaju istoriju ljudskog društva. Za sada su poznate tri fundamentalne etape razvoja ekonomije, i to:[876] (1) prva etapa razvoja ekonomije u periodu 1776-1873. god., (2) druga etapa razvoja ekonomije u periodu 1873-1970. god. i (3) treća etapa razvoja ekonomije u periodu od 1970-tih godina pa sve do današnjih dana. U prvoj etapi razvoja vladala je "strahovlada" teorije i politike laisser-faire ekonomije. U drugoj etapi razvoja gospodarila je teorija i praksa ekonomije blagostanja (u carstvu kejnezijanizma). U trećoj etapi razvoja zavladala je gorostasna teorija i praksa menadžerske ekonomije (sa egzaltiranim monetarizmom). No, novu poslednju (treću) etapu razvoja ekonomije, u kojoj je zagospodarila tzv. menadžerska ekonomija, karakterišu tri, međusobno različite, etape razvoja.[877] Prva etapa razvoja menadžerske ekonomnje trajala je sve do 1970. god. To je period razvojnih skokova u kome je dominirao menadžment operative nad menadžmentom prilagođavanja i menadžmentom razvoja. Druga etapa razvoja menadžerske ekonomije traje od 1970. god. To je period kontinuiranih promena sa intenziviranjem menadžmenta prilagođavanja. Treća etapa

[873] Dr D. Slović, Bilans i poslovne finansije, Ekonomika, Beograd, 1990,
[874] J. Kovačević. op. cit., st. 348.
[875] Dr J. Rodić i dr J. Marković, Poslovne finansije, Savremena administracija, Beograd, 1982. st. 44.
[876] Dr N. Figar, Strategijsko upravljanje, Poslovna politika, februar 1993. st. 28-32.
[877] Ibidem, st. 28.

razvoja menadžerske ekonomije traje od 80-tih godina. To je period fleksibilnog prilagođavanja i strateškog ponašanja. Ovaj period karakteriše pojava novog oblika menadžmenta u formi tzv. Management by Chaos (upravljanje pomoću haosa). Management by Chaos ili upravljanje pomoću haosa nije nikakav zahtev za neredom. ali ni za starpim uobičajenim redom radi reda. On zahteva prelaz sa zatečene situacije, koja je uređena na stari način, na novi - na drugi način. Taj novi menadžment koji u haosu vidi šansu za delovanje (Management by chances), koji je, umesto konkurentske, spreman na stratešku borbu i koji, umesto zaliha proizvoda, stvara zalihe strategija naziva se preduzetnički menadžment.[878] U tom kontekstu, preduzetništvo se opservira kao tehnolognja ponašanja koja se bazira na anticipiranju šansi, preuzimanju rizika i svesnom iniciranju promena. U tom ambijentu i strategijsko upravljanje preduzetničkom ekonomnjom postaje dugotrajan proces prilagođavanja preduzetničke ekonomije (biznisa) okruženju i njenog delovanja na okolinu. Stoga, strategijsko upravljanje inkorporira strategijsku analizu, strategijski izbor i strategijsku promenu.

Strategijska analiza fundirana je na tzv. SWOT analizi, odnosno na analizi moći (strengths), slabosti (weakneses), šansi (oportunitiesz) i opasnosti (threats) po poslovni subjekt. Kao takva, ona mora prethoditi programskoj, vlasničkoj i organizacionoj transformaciji, ali i transformaciji metoda upravljanja. Tek tada na osnovu strategijske analize valja formulisati mrežu, odnosno zalihe strategija sa preciznim opisivanjem svih karakteristika preduzetničkkh strategija i za izbor najpovoljnije strategije. Strategijski izbor u procesu strategijskog upravljanja predstavlja važan momenat u paralelnoj programskoj, vlasničkoj i organizacionoj transformaciji.

No, i preduzetnička strategija ima svoje karakteristike. koje faktički određuju druge strategije, i to: (1) Preduzetnička strategija. “biti prvi i, istovremeno, najbolji”, (2) Preduzetnička strategija “kreativna imitacija” i (3) Preluzetnička strategija “preduzetničko čudo”.

Strategijsko upravljanje i finansijska poluga

Operativna poluga	Prodaja 5000000 Manje: Troškovi prodate robe 2500000 Prodajni, administrativni i 1500000 opšti zadaci Ukupni operativnn troškovi 4000000 Dobit pre kamate i oporezivanja (EBIT) 1000000
Finansijska poluga	Manje: Troškovi kamate 250000 Dobit pre kamate (EBT) 750000 Manje: Porezi na dohodak (stopa 407g) 300000 Dobit po oporezivanju (EAG) 450000

[878] Isto. st. 28.

	Manje: Dividende na preferencijalne akcije 150000 Prihodi na raspolaganju običnim akcionarima 300000 Prihodi po akciji (EPS) - 100.000 akcija
Revidirani format bilansa stanja	
Operativna poluga	Prodaja 5000000 Manje: Varijabilni operativni troškovi 3000000 Fiksni operativni troškovi 1000000 Ukupni operativni troškovp 4000000 Dobit pre kamate i oporezivanja (EBIT) 1000000 Manje: Fiksni troškovi kapitala (kamata) 250000
Finansijska poluga	Dobit pre oporezivanja (EBT) 750000 Manje: Porezi na dohodak (promenljivi) 300000 (stopa40%) Dobit po oporezivanju (EAT) 450000 Manje: Fiksni troškovi kapitala 150000(dividende na akcije) Prihodi na raspolaganju običnim 3000000 akcionarima Prihodi po akciji (EPS) - 100.000 akcija 3

Preduzetnička strategija "biti prvi i, istovremeno, najbolji cilja da osvoji vodeću poziciju po svaku cenu, ali ne i dominantnu poziciju na tržištu ili novoj grani privrede. Ova strategija teži da stvori preduzeće koje će "dominirati" tržištem kvalitetom, cenom i poslovnim uslugama, a ne količinom (niti velikim preduzećem). "Dominacija se ne mora postići proizvodnjom novog proizvoda, već to može biti kombinacija proizvoda koji se već i proizvode, a koja za korisnike predstavlja nov način poslovanja, nov način podmirenja potreba, ekonomičniji način i sl.[879] Izbor preduzetničke strategnje "biti prvi i, istovremeno najbolji" implicira (1) jasan cilj poslovnog subjekta, (2) preciznu analizu moći, slabosti, šansi i opasnosti. (3) mobilizaciju celokupnu paletu resursa i (4) kontinuiranje nastojanje da se sačuva vodeća pozicija. U procesu rasta tražnje strategija sniženja cena predstavlja efikasnu meru zaštite od konkurencije. s tim što poslovni subjekt svoj proizvod čini prevaziđenim i zastarelim (a ne konkurencija). Zbog toga. strateg preduzetničke strategije "biti prvi i istovremeno najbolji" mora postati kontinuirani preduzetnik.

Preduzetnička strategija "kreativna imptacija" podrazumeva preuzimanje inovacija (originala) od drugih (i konkurenata) sa dodavanjem novog postojećoeg zatečenoj kreaciji. Time se želi da originalni proizvod postane ekonomičniji sa čvršćom pozicijom na tržištu, sa novim kanalima distribucije i sa potpunijim zadovoljavanjem postojeće tražnje bez stvaranja nove. Novi kreatori - imitatori dodaju nešto originalno proizvodu. koje prvobitni inovatori nisu stvorili. u skladu sa zahtevima potrošača. Preduzetnička strategija "kreativna imitacija" uvek otklanja bilo koji nedostatak originalnom proizvodu, ali sa manje rizika u odnosu

[879] Ibidem. st. 29.

na preduzetničku strategiju "biti prvi i, istovremeno, najbolji". No, takva strategija nikada ne teži da surogatu dodeli marku standardnog proizvoda niti da imitaciju proglasi originalom. Japan je tu izuzetno poznat kao najveći svetski "kreativni imitator", koji nikada renomirane tuđe proizvode ne predstavlja kao svoje.

Konačno. preduzetnička strategija "preduzetničko čudo" reprezentuje strategiju koja koristi privrženost navikama u ponašanju i koja je uvek koncentrisana na tržište. U tom kontekstu, Figar ističe:[880]

1. Prva navika zasniva se na slengu "NOTINVENTED HERE", a označava neprihvatanje nečeg novog od strane preduzeća zato što nije to novo pronađeno u samom preduzeću ili u njegovoj zemlji. Naročito je izraženo u uslovima dominacije politike nad ekonomijom.

2. Druga tendencija je da se "skine kajmak" sa tržišta, odnosno da se ostvari visok profit na jednom njegovom segmentu i za kratko vreme, što predstavlja narušavanje elementarnih menadžerskih i ekonomskih pravila. Zato se uvek takva strategija kažnjava gubitkom tržišta, u normalnim uslovima privređivanja. U uslovima inflacije kontinuirano se koristi, čak i kao jedina strategija.

3. Sledeća loša navika je "BELIEVE IN QUALITY" (verovanje u kvalitet). Proizvođači, obično, misle da je proizvod kvalitetan zato što ga je teško proizvesti i što mnogo košta. Međutim, kvalitet je ono što kupac od proizvoda dobija i što je spreman da plati.

4. Četvrta loša navika, slična navici "skidanje kajmaka" je ostvarivanje visokog profita putem "premijskih (visokih) cena", cena koje su visoke još u fazi uvođenja proizvoda na tržište. Ona ekoro uvek otvara vrata konkurenciji koja želi da primeni "preduzetnički džudo".

U praksi, pak, stratezi preduzetničke strategije "preduzetnički džudo" projektuju proizvod za konkretno tržište, odnosno tržišni segment da bi preuzeli vodeću poziciju i stekli definitivnu dominaciju. Na tržištu, etablirani hiteri ne reaguju na neočekivani neuspeh ili uspeh. Poput dobroćudnog monopoliste snižava cene pre svojih konkurenata, optimizira a ne maksimizira tržište, i čini svoj proizvod zastarelim u fazi njegove zrelosti i u fazi zasićenosti proizvodom.

4.2. Upravljanje novčanim sredstvima firme

U strategiji upravljanja novčanim sredstvima. odnosno gotovinom. firme se običio drže za princip rentabilnosti i princip likvidnosti, kao ključnih principa finansiranja. Princip rentabilnosti implicira ostvarivanje maksimalnih rezultata minimalnim ulaganjima. dok princip likvidnosti podrazumeva izvršavanje obaveza na vreme. U politici rasta firme oba principa treba da dovedu do stvaranja poverenja kod poslovnih partnera i imidža u tržišnom privređivanju. "U upravljanju gotovinom uz neophodno poštovanje pomenuta dva principa preduzeće može da dođe u iskušenje dajući prednost jednom od njih. Iskušenje nastaje zbog toga što

[880] Isto, st. 31

su ovi principi u određenoj meri međusobno suprotstavljeni. Naime, ako preduzeće maksimalno forsira rentabilnost i zbog toga prekomerno angažuje rezervu sredstava na računima, zbog te krajnosti može da ugrozi likvidnost. Interes preduzeća da maksimalno angažuje sredstva proističe iz činjenice što gotovina na računu (ili računima) ne donosi dobit već obrnuto - prouzrokuje troškove. Za iznos neangažovanih sredstava preduzeće plaća kamatu ako su sredstva pozajmljena a ako su sopstvena, gubi kamatu ili neki drugi vid naknade u zavisnosti od vida njihovog angažovanja. Povedeno ovom činjenicom preduzeće može da izabere alternativu forsiranja rentabilnosti, što ga, kao uostalom i svaki drugi ekstrem, može skupo koštati. U ovom slučaju preti mu opasnost da ugrozi svoju likvidnost, što može da ima velike posledice pa čak da dovede u pitanje i postojanje preduzeća. Isto tako, ako bi preduzeće zbog značaja likvidnosti maksimalno insistirano na njoj pa zbog toga držalo velike iznose sredstava na računima koja bi mu obezbeđivala likvidnost, došlo bi do omekšavanja u forsiranju principa rentabilnosti, što bi, u krajnjem ishodu, rezultiralo smanjenjem efikasnosti preduzeća."[881]

U tom kontekstu, svako preduzeće treba da teži da uskladi ova dva međusobno suprotstavljena principa kako bi simultano povećalo i rentabilnost (optimalno angažovanje sredstava u najpovoljnije alternative) i likvidnost (sposobnost izvršenja dospelih obaveza). No, firma u svom poslovanju često upada u klopku deficita i suficita gotovine u sklopu upravljačkog mehanizma gotovinom. Za popunjavanje deficita preduzeće mora da pronađe nove i jeftine izvore finansiranja radi obezbeđenja likvidnosti. A kada je u pitanju tzv. suficit, onda finansijski menadžeri mora da iznađu nova rešenja kratkoročnih ulaganja sa prinosom, odnosno da pokažu kako se troškovi držanja gotovine pretvaraju u prinose.

Za svaku mikrofinansijsku politiku obrt novčanih sredstava je uvek atraktivan problem, pogotovu što je i vreme koje protekne od momenta izdavanja novca za nabavku osnovnih i obrtnih sredstava do momenta naplate prodate robe vrlo izazovno, naročito u nestabilnim (inflatornim) uslovima. No, ovde valja praviti razliku između ciklusa gotovine koja je angažovana u osnovna sredstva i ciklusa gotovine koja je angažovana u obrtna sredstva. U prvom slučaju, ciklus traje isto onoliko koliko i amortizacija osnovnog sredstva. U drugom slučaju, ciklus kupovine i plaćanja - prodaja i naplata traje mnogo kraće: ovaj ciklus započinje plaćanjem nabavke obrtnih sredstava (npr. repromaterijala), a završava se naplatom prodaje gotovih proizvoda. "Izračunavanje gotovinskog ciklusa, odnosno vremenskog trajanja jednog obrta gotovine vrši se uzimanjem u obzir tri pozicije: zalihe, kupci i dobavljači. Zalihe koje čine realnu aktivu preduzeća sastoje se od zaliha svih vrsta sirovina i materijala, zaliha u nedovršenoj proizvodnji i zaliha gotovih proizvoda ako se radi o proizvodnom preduzeću. Ukoliko se, pak. radi o trogivnskom preduzeću. onda su u pitanju zalihe trgovačke robe. Ulaganja u ovu vrstu sredstava, odnosno obrtnih sredstava treba - nosmatrati sa dva stanovišta. Prvo, radi se o permanentnom ulaganju. Stalno se ulaže u nove

[881] Dr M. Kanjevac, Upravljanje naučnim sredstvima u preduzeću, Knjigovodstvo 2/83. st. 39.

jedinice, fizički posmatrano, zalihe sirovina i materijala koje se u procesu rada transformišu u gotove proizvode a ovi opet preko kupaca u gotov novac. Drugo. i to treba stalno imati u vidu. i pored činilaca što se fizičke jedinice menjaju, ulaganje sredstava je stlano. Naime. ako pođemo od pretpostavke da se uglavnom ne menja tehnološki proces. obim proizvodnje, potreban obim sirovina i materijala, uslovi nabavke i slično, došli bismo do sledećeg zaključka: zalihe kao vid obrtnih sredstava u fizičkom obliku se menjaju. ali je ulaganje, finansijski izraženo, konstantno ili relativno konstantno. Preduzeću je potreban određeni nivo sredstava za ove svrhe bez obzira što se u fizičkom smislu menjaju zbog čega i spadaju u obrtna sredstva.

Ulaganje sredstava u potraživanja od kupaca nastaje kao realna činjenica iz samog čina prodaje i naplate, odnosno vremenskog intervala između ove dve transakcije. Kod potraživanja od kupaca je slično kao i kod zaliha. Menjaju se isporučene količine i vrednosti, menjaju se u izvesnoj meri i kupci kao i naplata po osnovu isporuka, ali se visina ulaganja, ako su sve okolnosti nepromenjene, znatno ne menjaju. Naime, ako se ne menjaju tržišni uslovi i ne menjaju uslovi koji se daju kupcima u okruženju, odnosno konkurenciji iako je obim proizvodnje odnosno prodaje na približno istom nivou, obim ulaganja sredstava u ove svrhe neće znatno da se izmeni. Ulaganja preduzeća u obrtne svrhe, prema tome, sastoje se od ulaganja u zalihe i potraživanja kupaca.

Ako bi se pošlo od pretpostavke da preduzeće plaća kupljene sirovine, materijal i robu prilikom preuzimanja a da naplaćuje gotove proizvode u momentu prodaje, u tom slučaju bi angažovana novčana sredstva bila samo u zalihama, odnosno, gotovinski ciklus bi bio ravan visini angažovanih sredstava u zalihama. Međutim, to uglavnom nije tako. Prodavac, odnosno dobavljač, po pravilu, kreditira kupca za određeno vreme koje zavisi od više činilaca ali pre svega od pozicije kupca i dobavljača na tržištu koja zavisi od odnosa ponude i tražnje, kvaliteta i cene robe i drugih uslova. Preduzeće se, po prirodi stvari, nalazi u dve pozicije. Kada nabavlja sirovine i materijal onda je kupac i kao takvo biva kreditirano od svojeg dobavljača. Kada prodaje gotove proizvode, menja ulogu i kao prodavac - dobavljač nalazi se u poziciji kupčevog kreditora.[882]

Međutim, za kompaniju je važno pitanje minimalnog nivoa gotovine koji je neophodan da bi se obezbedio kriterijum likvidnosti uz minimalne troškove. A to pak implicira određene troškove. kao što su troškovi držanja gotovine, troškovi nedostatka gotovine i troškovi transakcija sa gotovinom. “Troškovi držanja gotovine nastaju iz razloga što ovaj vid sredstava zbog toga što nije angažovan prouzrokuje određene troškove koji se javljaju u dva vida: kao izgubljeni prinos od mogućih ulaganja u neku od alternativa ali mogućnosti otplate duga, čime bi se smanjili troškovi naplata.

Troškovi nedostatka gotovine mogu da budu veliki i javljaju se najčešće kao: propušteni kasaskonto. smanjenje kreditnog boniteta kod banaka i drugih po-

[882] Dr M. Kanjevac. op. cit., st. 41.

verilaca, slabljenje likvidnosti, smanjenje prednosti kod dobavljača pri kupovini i gubljenje stečenih uslova kod dobavljača zbog neredovnog izvršavanja obaveza.

Troškovi transakcije gotovinom nastaju zbog određenog manipulisanja i administracije u vezi s tim (administrativno-manipulativni troškovi) i troškovi provizije koji nastaju u transakcijama kupovine i prodaje hartija od vrednosti. Troškovi prodaje nastaju kada se prodaju hartije od vrednosti zbog potreba za sredstvima gotaćanja, a troškovi kupovine hartija od vrednosti nastaju u situaciji kada se smanjuje neposredna potreba za sredstvima plaćanja."[883]

U svakom slučaju, bitan je saldo gotovine, koji predstavlja nivo gotovine koji se dobija iz kvantitativnog odnosa ukupnih godišnjih izdataka i koeficijenta obrta gotovine. Na primer, ako ukupni godišnji izdaci gotovine iznose 1.000.000 dinara i ako koeficijent obrta gotovine iznosi 3,5, onda prosečan saldo gotovine iznosi: 1.000.000 : 3,5 = 285.714,28 dinara. A ako kamatna stopa iznosi 50%, onda bi i troškovi držanja gotovine iznosili: 285.714,28 x 50% = 142857,14 din.

"Preduzeće pri utvrđivanju finansijske politike i izboru strategije upravljanja gotovinom, u nastojanju za povećanjem ekonomije sredstvima smanjenjem nivoa gotovine, može to da učini na tri načina: produžavanjem rokova plaćanja dobavljačima, smanjivanjem zaliha i skraćenjem rokova naplate potraživanja od kupaca."[884] Skraćenje gotovinskog ciklusa, odnosno smanjenje nivoa novčanih sredstava većim učešćem dobavljača u finansiranju ulaganja u preduzeću reprezentuje - po prof. Kanjevcu vrlo značajan eksterni kratkoročni izvor sredstava. No, i potraživanja od kupaca reprezentuju jedan od oblika ulaganja u preduzeća. A to je važno za problematiku kreditiranja kupaca. koje u pravilu zavisi od odnosa ponude i tražnje proizvoda, tržišne pozicije kupca i dobavljača, cene robe, kvaliteta proizvoda, konkurencije i likvidnosti. Konačno, efikasnost upravljanja zalihama skraćivanjem gotovinskog ciklusa reprezentuje važnu odrednicu povećanja ekonomije preduzeća. Iako postoji relativno značajna razlika između povećanja efikasnosti upravljanja obrtnim sredstvima u zalihama u odnosu na sredstva koja se nalaze u potraživanjima od kupaca i u korišćenju sredstava od dobavljača, preduzeće može da smanji ulaganja u zalihe i da poveća njihov obrt u skladištu (zalihe sirovina i repromaterijala), u proizvodnji (nedovršena proizvodnja) u prodaji (gotovi proizvodi).

5. FINANSIJSKO PLANIRANjE

Finansijsko planiranje predstavlja vid iskazivanja raznih vrsta planova u vrednosnim pokazateljima. Planiranje finansijskih sredstava sintetizuje se u finansijskom planu preduzeća, koji obuhvata celokupan sistem proširene reprodukcije. Finansijski plan je instrument poslovne politike. Funkcije planiranja su infor-

[883] Isto, st. 42.
[884] Isto, st. 42.

mativno-koordinirajuće funkcije; na bazi informacija o finansijskom poslovanju preduzeća, koordiniraju se sve finansijske aktivnosti u procesu donošenja ključnih finansijskih odluka. Korektivno-regulativna i usmeravajuća funkcija u planiranju finansijskih sredstava sastoji se u predviđanju mera na bazi dobijenih informacija i pravovremenom regulisanju finansijskih transakcija kako bi se delovalo na korekciju mera ekonomske politike i usmeravao razvoj preko finansiranja i finansijskih planova.[885] Finansijski planovi i programi u osnovi se donose za određeni vremenski period na osnovu čega možemo razlikovati kratkoročne (tekuće). Srednjoročne i dugoročne finansijske planove. Tekući i kratkoročni finansijski planovi donose se obično za godinu dana i sadrže osnovne elemente i zahteve za finansiranje u tekućoj godini. Srednjoročni finansijski planovi sintetizuju plan razvoja i plan finansiranja u petogodišnjem periodu. Konačno, dugoročni finansijski planovi odnose se, po pravilu. na strategiju razvoja za period od 10 i više godina, obuhvatajući izvore sredstava i njihovo vraćanje u procesu finansiranja investicija.

Finansijsko planiranje u procesu izrade finansijskih planova obuhvata sve relevantne ekonomske i finansijske pokazatelje, obim i strukturu finansijskih sredstava, troškove, amortizaciju, cene, investicije, akumulaciju, finansijske tokove, udruživanje sredstava, zajednička ulaganja, kredite, likvidnost, novčana primanja i izdavanja, ukupan prihod i raspodelu dohotka, obrtna sredstva, izvore finansiranja itd. Finansijsko planiranje, kao instrument finansijske politike, podrazumeva planiranje finansijskih tokova i finansijskih struktura, odnosno predviđanje i usklađivanje potreba za finansijskim sredstvima, predviđanje i usklađivanje nabavke sredstava, usmeravanje i raspoređivanje raspoloživih sredstava, uključujući i vraćanje izvorima.

U okviru finansijskog planiranja javljaju se kratkoročni finansijski planovi ili planovi likvidnosti i dugoročni finansijski planovi ili planovi investiranja. Uže kratkoročno finansijsko planiranje bavi se predviđanjem usklađivanja priliva i odliva novčanih sredstava. Planom novčanih tokova obuhvaćeni su: stanje novčanih sredstava na početku godine, tokovi priliva i tokovi odliva novčanih sredstava i stanje novčanih tokova na kraju godine. U širem kratkoročnom finansijskom planu predviđaju se postojeće i nastupajuće obaveze, potrebna sredstva, rasnoloživa sredstva i izvori dodatnih finansijskih sredstava. Najzad, u dugoročnom finansijskom planu iskazuju se izvori sredstava i njihovo vraćanje izvorima, odnosno finansijske konstrukcije ulaganja (investicije).[886]

Finansijsko planiranje implicira izvoru finansijskih planova koji su novčani izraz planova nabavke. proizvodnje, prodaje, finansiranja i rezultata poslovanja u sadašnjosti i budućnosti.[887] Planom novčanih tokova utvrđuju se prilivi i odlivi novčanih sredstava, kao i likvidnost, potraživanja i dugovanja.

---

[885] Dr J. Rodić i dr J. Marković, on. cit., st. 166-186.
[886] Dr N. Vunjak, dr I. Cerović i dr J. Babović, op. cit
[887] J. R. Gourlaouen, Les nouvaux instrumments financies, Vuibert, Paris, 1988.

Finansijsko planiranje implicira, isto tako, i izvodu bilansa stanja i uspeha, plana tokova obrtnog fonda, plana tokova gotovine, plana tokova ukupnih sredstava, plana priliva i odliva gotovine (tekuće finansijsko planiranje), planiranje investicionih ulaganja po investicionim projektima (investiciono planiranje), planiranje izvora finansiranja, planiranje cena i efekata investicionih plasmana (ulaganja) ocena rentabiliteta ulaganja, analiza prinosa investicionih projekata;[888] itd.

6. FINANSIJSKA ANALIZA

Finansijska analiza ili analiza finansija preduzeća je nerazdvojni deo ekonomske analize celokupnog poslovanja. U sistemu analize celokupnog poslovanja finansijska analiza je podsistem ili proces sistematskog ispitivanja i ocenjivanja rezultata i rezervi u oblasti finansiranja. Ova analiza se vrši upoređivanjem, raščlanjivanjem i uopštavanjem, radi informisanja radnika o daljim mogućnostima unapređenja finansija.[889]

U ovakvoj definiciji finansijska analiza je dinamički proces koji neprekidno teče i iz koga neprekidno proističu informacije o poslovnim problemima u toku poslovanja. To znači da nisu dovoljne analize po završnom računu ili periodičnom obračunu, već se one moraju postaviti tako da pružaju mesečne, dekadne, pa čak i dnevne analize i informacije o finansijama. Tek takva analiza postaje važna poluga u upravljanju finansijama preduzeća.

Finansijska analiza u sklopu finansijske funkcije firme, anglobira (obuhvata) tri centralna segmenta mikrofinansija, i to: (1) analiza novčanih tokova (analiza tokova gotovine, analiza tokova ukupnih sredstava i analiza tokova obrtnog fonda), (2) analiza finansijskog rezultata (analiza tačke rentabiliteta, analiza viška, analiza gubitaka i dobitaka, analiza strukture ukupnog prihoda. analiza strukture finansijskog rezultata, analiza rasporeda i raspodele finansijskog rezultata) i (3) analiza finansijskog položaja (analiza akumulativne i reproduktivne sposobnosti, analiza zaduženosti, analiza strukture sopstvenog kapitala, analiza kratkoročne i dugoročne finansijske ravnoteže, analiza stabilnosti i razvoja firme).

Finansijske analize obuhvataju istraživanje i ocenjivanje unutrašnjih rezervi u oblasti finansija radi njihovog unapređenja. Finansijska analiza je, u našim uslovima, stvar korporativne organizacije, a ne grupe poverljivih stručnjaka. Ovo je u skladu sa razvojem procesa demokratizacije upravljanja u firmi u našoj tzv. tranzicionoj ekonomiji.

Cilj finansijske analize je formulisanje poslovnih informacja o mogućnosti unapređenja finansija firme na čemu se temelje određene poslovne odluke na području finansija.

---

[888] Uporedi: Dr J. Rodić, Poslovne finansije, Ekonomika, Beograd, 1991. st. 26.
[889] Dr J. Rodić, op. cit., st.3-9.

U trenutnoj etapi razvoja finansijskih odnosa i svestranog uspona radničkih participacija i sistema dobiti, finansijska analiza naših firmi treba da, organima upravljanja, organima rukovođenja i celom kolektivu omogući uspešno organizovanje kontrole racionalnog ostvarenja finansijskih planova, a zatim da probleme finansija približi celom radnom kolektivu, čime se produbljuje proces demokratizacije upravljanja. Iz ovoga proizlazi da je finansijska analiza značajan faktor u funkciji upravljanja, rukovođenja i kontrole.

6.1. Finansijski indikatori i leverage

U suštini, finansijska analiza reprezentuje tzv. racio analizu, koja pak reflektuje odnos jedne bilansne pozicije prema drugoj bilansnoj poziciji u elementarnoj kvantitativnoj jednačini. Racio brojevi jesu u stvari finansijski pokazatelji, kao što su: pokazatelji likvidnosti, pokazatelji aktivnosti i pokazatelji finansijske strukture (i pokazatelji rentabilnosti).

Racio likvidnosti po pravilu reflektuje sposobnost preduzeća da podmiri dospele novčane obaveze i da simultano očuva obim i strukturu obrtnog kapitala. U tom sklopu, opšti racio likvidnosti, posebni racio likvidnosti i neto obrtni fond (obrtna sredstva) jesu najvažniji racio brojevi likvidnosti.

Opšti racio likvidnosti predstavlja deobu ukupnih obrtnih sredstava (UOS) i ukupnih kratkoročnih obaveza (UKO): ORL = UOS/UKO i razotkriva stepen pokrivenosti kratkoročnih obaveza obrtnim sredstvima.

Poseban racio likvidnosti (PRL) reprezentuje odnos gotovine i relativno likvidnih sredstava - potraživanja od kupaca i kratkoročni plasmani u hartije od vrednosti - (LS) i kratkoročnih obaveza (KO): RRL = LS/KO.

Neto obrtni fond (NOF) reflektuje apsolutnu razliku između obrtnih sredstava (OS) i kratkoročnih obaveza (KO), odnosno dugoročne izvore finansiranja obrtnih sredstava (DIOS) : NOF = OS- KO, DIOS= OS - KO : OS, ORL = OS : KO. što znači da preduzeća sa većim iznosom neto obrtnih sredstava i sa istom brzinom konverzije zaliha i potraživanja u gotovinu automatski obezbeđuje srazmerno veći stepen likvidnosti.[890]

Strukturu pokazatelja aktivnosti komponuju koeficijent obrta kupaca, koeficijent obrta zaliha, koeficijenat obrta dobavljača, koeficijent obrta ukupnih obrtnih sredstava, koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava i koeficijenat obrta sopstvenih sredstava.[891]

Koeficijent obrta kupaca KOK reprezentuje odnos između neto prihoda od prodaje (NPP) i prosečnog salda kupaca (PSK) : KOK = NPP/ PSK.

Koeficijent obrta zaliha (KOZ) predstavlja pak odnos cene koštanja realizovanih proizvoda (CRKP) i prosečnog salda zaliha (PSZ) : KOZ = CKRP/PSZ.

---

[890] Dr D. Krasulja, Poslovne finansije, Ekonomski fakultet, Beograd. 1986. st. 58
[891] Ibidem, st. 59-69.

Koeficijent obrta neto obrtnih sredstava (KNOS) dobija se deobom neto prihoda od revalorizacije (NPR) i prosečnih neto obrtnih sredstava (PNOS):KONOS=NPR/PNOS.

Koeficijent obrta fiksnih sredstava (KOFS) predstavlja odnos neto prihoda od realizacije (NPR) i nabavne vrednosti fiksnih sredstava (NVFS): KOFS =NPR/NVFS.

Koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava (KOUPS) reprezentuje odnos neto prihoda od realizacije (NPR) i proeečnih sopstvenih sredstava (PSS): KOSR =NPR/PSS.

Koeficijent obrta ukugših obrtnih sredstava (KOUOS) dobija se deobom ukupnih rashoda u bilansu preduzeća (URBP) i prosečno angažovanih obrtnih sredstava u toku godine (PAOS): KOUOS= URBP/PA-OS

Konačno, koeficijent obrta dobavljača (KOD) dobija se iz odnosa vrednosti godišnjih nabavki materijala i usluga na kredit (VGNMUK) i prosečnog salda dobavljača u toku godine (PSD): KOD=VGNMUK/PSD

Pored ovih koeficijenata, za finansijsku analizu su važni i pokazatelji finansijske strukture, a u prvom redu odnos pozajmljenih prema ukupnim i sopstvenim izvorima finansiranja, koeficijent pokrića fiksnih rashoda na ime kamate i koeficijent pokrića ukupnog duga.[892]

Odnos pozajmljenih sredstava prema ukupnim izvorima finansiranja (KPS) predstavlja u stvari odnos pozajmljenih izvora (PI) prema ukupnim izvorima UI): KPS = PI/UI, dok odnos dugoročnog duga i sopstvenih izvora (DDSI).

Odnos dugoročnih dugova (DD) prema ukupnoj kapitalizaciji (UK) reprezentuje faktički odnos dugoročnog duga prema sopstvenom kapitalu i ukupnom dugoročnom dugu (DDSKUDD) : DDSKUDD= DD/UK.

Koeficijent pokrića fiksnih rashoda na ime kamate (KPK) predstavlja odnos poslovnog dobitka (PD) i raehoda na ime kamate (RK) : KRK = PD/RK.

Koeficijent pokrića ukupnog duga (KPUD) reflektuje odnos poslovnog dobitka (PD) i kamata (k). otplata glavnica (OG) i stope poreza na dobitak (P):

$$KPUD = \frac{PD}{k + OG\dfrac{1}{1-P}}$$

Konačno, u strukturi pokazatelja rentabilnosti važnu poziciju zauzimaju stopa prinosa na ukupna poslovna sredstva i stopa prinosa na sopstvena poslovna sredstva.

Stopa prinosa na ukupna poslovna sredstva (SPUPS) dobija se deobom poslovnog dobitka (PD) sa prosečnim poslovnim sredstvima (PPS): SPUPS= PD/PPS, odnosno stopa prinosa na poslovna sredstva predstavlja proizvod

[892] Dr D. Krasulja, op. cit., st. 69-73

između koeficijent obrta prosečno angažovanih poslovnih sredstava u posmatranom periodu i stope poslovnog dobitka na prihode od realizacije.[893]

Stopa prinosa na sopstvena sredstva (SPPS) dobija se pak deobom neto dobitka (ND) i prosečnih sopetvenph sredstava (PSS)

SPSS=ND/PSS

odnosno stopa prinosa na sopstvena sredstva javlja se kao proizvod između koeficijenta obrta sopstvenih sredstava i stope neto dobitka na prihode od realizacije.

6.2. Rizik i laverage

U svom poslovanju preduzeće je izloženo riziku koji se ispoljava kroz neizvesnost očekivanog poslovnog dobitka ili očekivanog neto dobitka (kao prinos na ukupna poslovna sredstva ili kao prinos na sopstvena poslovna sredstva). U tom kontekstu, tzv. leverage reprezentuje metod pomoću koga se procenjuju efekti poslovanja i kvantifikuju rizici. U teoriji i praksi, obično se govori o poslovnom, finansijskom i kombinovanom leverage. "Poslovni leverage procenjuje efekte privređivanja sa fiksnim troškovima poslovanja; finansijski leverage kvantificira dodatni rizik zbog fiksnih finansijskih rashoda, dok kombinovani leverage odražava efekte totalnog rizika, odnosno složeno dejstvo poslovnog i finansijskog leverage na neto dobitak i stopu prinosa na sopstvena poslovna sredstva".[894]

Poslovni leverage pokazuje odnos procentualne promene poslovnog dobitka i procentualne promene obima prodaje. Koeficijent poslovnog leveragea (kpl) može se kvantitativno predstaviti na sledeći način:[895]

$$kpl = \frac{N(p-v)}{N(p-v)-F}$$

gde je: N - broj jedinica proizvoda na postojeći obim prodaje, p - prodajna cena po jedinici proizvoda, v - prosečni varijabilni troškovi po jedinici i F - ukupni fiksni troškovi za posmatrani period.

Sa finansijskog aspekta, N (p-v) označava marginalni dobitak, dok N (p-v) - F označava poslovni dobitak. Faktor finansijskog 1everagea (ffl) reprezentuje pak relativni odnos poslovnog dobitka i dobitka pre oporezivanja:

ffl=Pd/(Pd-1)

gde je: Pd - poslovni dobitak. I - rashodi na ime kamate.

---

[893] Ibidem. st. 79.
[894] Dr D. Krasulja, Poslovne finansije, Ekonomski fakultet, Beograd, 1986, st. 83.
[895] Ibidem. st. 86.

Faktor finansijskog 1everagea (ffl) reflektuje odnos procentualnog povećanja neto dobitka pri datoj stopi poreza na dobitak (91NDPD) i procentualnog povećanja poslovnog dobitka (<7cPD):

Ffl=%NDPD / %PD

Konačno, i poslovni i finansijski 1everage deluju istovremeno i reflektuju se na stopu prinosa na sopstvena sredstva, koja rezultira iz relativnog odnosa neto dobitka prema sopstvenim sredstvima. Kumulativno dejstvo oba laverage-a faktički daju kombinovani leverage (leveridž), koji zapravo znači dejstvo poluge (poslovna poluga, finansijska poluga).

6.3. Finansijski rizici

Finansijski rizik u poslovnoj ekonomiji kompanija predodređen je faktorom neizvesnosti budućeg toka neto dobitka kao prinosa na sopstvena poslovna sredstva usled relativno izraženih fiksnih rashoda finansiranja. Stoga finansijski rizik reflektuje efekat finansiranja tuđih sredstava na nivo stope prinosa sopstvenih sredstava. "Dejstvo finansijskog laveragea na stopu prinosa sopstvenih sredstava zavisi od razlike između stope prinosa na ukupna poslovna sredstva i kamatne stope na pozajmljena sredstva i od učešća dugova u ukupnim iznosima finansiranja".[896]

No, za firmu je jako značajan tzv. ukupni rizik, čiji nivo zavisi od visrše faktora poslovnog i faktora finansijskog rizika. To pak znači da je faktor ukupnog rizika jednak "umnošku faktora poslovnog i finansijkog rizika". U praksi je zbog toga izuzetno važno da se politika finansiranja isključivo bazira na sopstv enim izvorima kako bi s e redukovali finansij ski rashodi i relativno brzo umanjio faktor i poslovnog i finansijskog (dakle, ukupnog) rizika.

6.3.1. Analiza rentabilnosti

Finansijsku osnovu za analizu rentabilnosti predstavlja bilans stanja i bilans uspeha, koji prikazuju iznose finansiranja (kapital) i angažovana sredstva (bilans uspeha). Pošto je pokazatelj rentabilnosti reflektor stepena oplodnje kapitala, to je za finansijsku analizu važan indikator rentabilnostn ukupnog kapitala, sopstvenog kapitala i angažovanih sredstava.

U sistemu tržišnog privređivanja rentabilnost reprezentuje odnos između efekata i ulaganja. U pravilu stopa rentabilnosti zavisi od finansijskog rezultata (dobitak), racionalnog korišćenja uloženih sredstava i ekonomičnosti poslovanja i od mase poreza. doprinosa i kamata. Zbog toga se stopa rentabilnosti ukupnog kapitala može računati na tri načina:

[896] Dr P. Bogetić, Finansijska analiza u funkciji procene preduzeća, Knjigovođstvo 7/92, st. 181.

$$R_1 = (Dp / K) \times 100$$

$$R_2 = [(D-P) / K] \times 100$$

$$R_3 = (ND / K) \times 100$$

gde su: R - rentabilnost ukupnog kapitala. D - dobit pre oporezivanja. D - dobit, P - porezi, ND= neto dobitak i K - kapital.

U poslovnoj praksi menadžeri i preduzetnici u pravilu teže oplodnji sopstvenog kapitala. Zato je i za titulara vlasništva važan koeficijent rentabilnosti, koji se izračunava na dva načina:

$$R_4 = (PD / SK) \times 100$$

$$R_5 = (ND / SK) \times 100$$

gde su: PD - poslovni dobitak, ND - neto dobitak, SK - sopstveni kapital, R - stopa rentabilnosti sopstvenog kapitala.

Pokazatelj rentabiliteta poslovnih sredstava izražava se na sledeći način:

$$R_6 = (PD / PS) \times 100$$

pri čemu angažovana sredstva nominuju imovinu koja oploćava kapital na taj način što poslovna sredstva anglobiraju osnovna i obrtna sredstva (PD - poslovni dobitak, PS - poslovna sredstva).

Rentabilnost pozajmljenog kapitala izračunava se postavljanjem u odnos prinosa na ukupan kapital (Puk) i kamate na pozajmljeni kapital (Kpk):

$$R_7 = (Puk / Kpk) \times 100$$

Konačno, stopa rentabilnosti prometa dobija se komparacijom poslovnog dobitka (PD33) i poslovnog prihoda (PP):

$$R_8 = (PD / PP) \times 100$$

Prezentovani modeli kvantifikacije stope rentabiliteta su izuzetno važni za poslovnu politiku zbog stepena finansijske samostalnosti firme.

6.4. Finansijska analiza i upravljačke finansije

Pošto je finansijska funkcija fundamentalna poslovna funkcija, koja prožima nabavnu, proizvodnu, prodajnu, investicionu, kadrovsku i računovodstvenu funkciju firme, cilj finansijske analize jeste sameravanje i verifikovanje efikasnosti i racionalnosti finansijske funkcije, odnosno ocenjivanje finansijske ravnoteže preduzeća i ispitivanje finansijske situacije firme zajedno sa rentabilnošću poslovanja i likvidnošću. “Otuda je zadatak finansijske funkcije da pribavlja i angažuje novčana sredstva za potrebe svih faza procesa reprodukcije uz svrsishodno upravljanje njima i težnju vraćanja uvećanih sredstava otvaranjem

pozitivnog finansijskog rezultata - dobitak."[897] Suštinski opservirano, predmet finansijske analize se svodi na analizu finansijske analize, likvidnosti i finansijskog poslovanja, odnosno rentabilnosti poslovanja za potrebe bankara, akcionara i zaposlenih,[898] odnosno na analizu bilansa stanja, bilansa novčanih tokova i bilansa uspeha.

Za finansijsku analizu izvorne informacije dobijaju se (deriviraju) iz računovodstvenih podataka: (1) za analizu finansijske situacije ostvareni i projektovani bilans stanja predstavlja pouzdan izvor podataka, (2) za analizu likvidnosti to je bilans novčanih tokova i (3) za analizu finansijskog rezultata to je bilans uspeha.

Sadržina aktive i pasive - po prof. Jovanović - je sledeća:

AKTIVA

A) Stalna (osnovna) sredstva

I. Nematerijalna ulaganja
II. Materijalna ulaganja
III. Dugoročna finansijska ulaganja
IV. Obavezna dugoročna ulaganja

B) Obrtna sredstva

I. Zalihe
II. Kratkoročna finansijska ulaganja
III. Ostala kratkoročna potraživanja
IV. Hartije od vrednosti

V) Aktivna vremenska razgraničenja

G) Poslovna sredstva

D) Poslovni gubitak

Đ) Poslovna aktiva

E) Vanposlovna aktiva

I. Sredstva zajedničke potrošnje za potrebe stanovanja
II. Sredstva zajedničke potrošnje za druge potrebe
III. Ostala vanposlovna sredstva Ukupna aktiva

PASIVA

A)Trajni izvori sredstava (trajni kapital)

I. Nominirani kapital
II. Nenominirani kapital

B) Dugoročna rezervisanja

V) Dugoročne obaveze

G) Kratkoročne obaveze

I. Kratkoročne obaveze iz poslovanja
II. Kratkoročne finansijske obaveze
III. Ostale kratkoročne obaveze

[897] Dr D – Jovanović, Finansijska analiza, Knjigovođstvo 2/93. st. 18.
[898] Dr K. Vasiljević, Teorija i analiza bilansa, Savremena administracija, Beograd. 1962. st. 105.

D) Pasivna vremenska razgraničenja
Đ) Neraspoređena dobit tekuće godine
E) Poslovna pasiva
Z) Vanposlovna pasiva

I. Izvori sredstava zajedničke potrošnje za potrebe stanovanja
II. Izvori sredstava zajedničke potrošnje za druge potrebe
III. Izvori ostalih vanposlovnih sredstava Ukupna pasiva

U ovoj šemi bilansa stanja. poslovna aktiva (odnosno poslovna sredstva) su razdeljena na grupe uz obavezno razlikovanje osnovnih (stalnih) i obrtnih sredstava, aktivnih vremenskih razgraničenja (koja se. inače, mogu pridodati obrtnim sredstvima) i poslovnih gubitaka, kao ispravke vrednosti kapitala (izgubljena poslovna sredstva). Poslovna pasiva (izvori poslovnih sredstava) u istoj bilansnoj šemi (bilansaetanja) je, isto tako, podeljena na (1) trajni kapital (trajni izvori sredstava), (2) dugoročna rezervisanja, (3) dugoročne obaveze, (4) kratkoročne obaveze, (5) pasivna vremenska razgraničenja i (6) nerasporećeni dobitak.

Struktura sredstava i izvora sredstava može se prikazati i kroz sledeće osnovne pokazatelje:

$$1)\ \frac{\text{Stalna (osnovna) sredstva}}{\text{Ukupna aktiva}}$$

$$2)\ \frac{\text{Obrtna sredstva}}{\text{Ukupna aktiva}}$$

$$3)\ \frac{\text{Vanposlovna aktiva}}{\text{Ukupna aktiva}}$$

$$4)\ \frac{\text{Sopstveni izvori sredstava (trajni kapital)}}{\text{Ukupna pasiva}}$$

$$5)\ \frac{\text{Dugoročne obaveze}}{\text{Ukupna aktiva}}$$

$$6)\ \frac{\text{Kratkoročne obaveze}}{\text{Ukupna pasiva}}$$

$$7)\ \frac{\text{Vanposlovna pasiva}}{\text{Ukupna pasiva}}$$

Za razliku od bilansa stanja. bilans uspeha reprezentuje prikaz finansijskog rezultata poslovanja firme kroz opservaciju kvantitatpvnih odnosa prihoda i rashoda. „Na osnovu naših važećih propisa o računovodstvu, u bilansu uspeha finansijski rezultat se javlja u dva oblika: u dobitku i dohotku (odnosno u

gubitku). Dobitak je u prvom a dohodak u drugom planu. Otuda pored pregleda - Bilans uspeha, javlja se i pregled - Raspored rezultata, koji je sastavni deo Bilansa uspeha. Prvi pregled prikazuje u prvom planu dobitak, a drugi raspoređivanje dohotka i dobitka, odnosno gubitak i pokriće gubitka. Sadržina ovih pregleda prikazanih kroz osnovne grupe izgleda ovako:"[899]

BILANS USPEHA

RASHODI

A. Poslovni rashodi
   I. Materijalni troškovi i amortizacije
   II. Nematerij alni troškovi
   III. Ukalkulisani bruto lični dohoci
   IV. Troškovi perioda
   V. Smanjenje, odnosno povećanje vrednosti zaliha nedovršene proizvodnje i gotovih proizvoda
   VI. Nabavna vrednost prodate robe i materijala
B. rashodi finansiranja
C. Vanredni rashodi
D. Ukupni rashodi
E. Izuzimanje revolarizacije iz rezultata u korist revalorizacionih rezervi
F. Bruto dobitak poslovne godine
G. Svega

PRIHODI

A. POSLOVNI PRIHODI
   I. Prihodi od prodaje proizvoda i usluga
   II. Prihodi od prodaje robe i materijala
B. Prihodi od finansiranja
V. Vanredii prihod
G. Ukupan prihod
D. Gubitak poslovne godine
Đ. Svega

Utvrđivanje dohotka

   I. Lični dohoci u realizovanim proizvodima i uslugama
   II. Ostvareni dohodak
   III. Nenaknađena utrošena sredstva iz ukupnog prphoda

RASPORED REZULTATA

Raspoređivanje dohotka i dobitka

A. Ostvareni dohodak
   a) Pokriće gubitka iz prethodnih godina

[899] Dr D. Jovanović, op. cit., st. 21-22.

b) Učešće drugih u zajedničkom dohotku i deo dohotka po osnovu izuzetnih pogodnosti
c) Realizovani lični dohoci koji ne ulaze u poresku osnovicu

B. Dobitak
a) Porezi i doprinosi iz rezultata
b) Akumulacija
c) Realizovani lični dohoci iznad l.d. koji ne ulaze u poresku osnovicu
d) Bruto lični dohoci iz dobitka
e) Zajednička potrošnja

Gubitak i pokriće gubitka

A. Nenaknađena utrošena sredstva iz ukupnog prihoda
B. Ukupan ostvareni gubitak tekuće godine
V. Nepokriveni gubitak (iz ranijih godina umanjen za pokriće gubitka iz prethodnih godina)
G. Ukupan gubitak za pokriće ,
a. b. v, g), Pokriće gubitka d) Nepokriveni gubitak.

Bilans uspeha, sastoji se, dokle, iz tri dela, i to: (1) rashodi, (2) prihodi. (3) prihodi s dobitkom, odnosno gubitkom i (4) utvrđivanje dohotka; dok se raspored rezultata sastoji iz dva dela, i to: (1) rasnoređivanje dohotka i dobitka i (2) gubitak i pokriće gubitka. Rashodi u prvom delu bilansa sastoje se od poslovnih rashoda, rashoda finansiranja i vanrednih rashoda. Prihodi u drugom delu bilansa sastoje se od posloviih prihoda, prihoda od finansiranja i vanrednih prihoda.

Analiza finansijske situacije. Analizom odnosa sredstava i izvora sredstava bilansa stanja, dolazi se do važnih informacija o odnosima finansiranja i o ostvarivanju finansijske ravnoteže. "Analiza finansijske situacije, finansijskog stanja sastoji se u oceni problema finansiranja, u cilju efikasnijeg ostvarivanja kontinuiranog finansiranja, uz regularno razrešavanje dužničko-poverilačkih odnosa, što neposredno deluje na solveitnost, likvidnost i rentabilnost poslovanja. Osnovno, sadržinsko pitanje u oceni finansijske situacije je analiza finansijske sigurnosti kroz sagledavanje odnosa finansiranja, kroz odnose dugoročne i kratkoročne finansijske ravnoteže ili neravnoteže određenih sredstava i izvora sredstava. Međutim, za potpuniji, celovitiji uvid u finansijsku siguaciju potrebna je analiza finansijske sigurnosti ne samo kroz odnose finansiranja već i sa stanovnšta finansijske stabilnosti i samostalnosti (tj. određene strukture sredstava i izvora sredstava), uz uporedno razmatranje likvidnosti i rentabilnosti poslovanja.[900]

Za ocenu finansijske ravnoteže važi pravilo da obim, struktura i vreme angažovanja sredstava koindiciraju obimu, strukturi i vremenu trajanja izvora sredstava. A to pak povlači pravilo po kome obim i zakoni transformacije sredstava u novčana sredstva treba da su jednaki obimu i rokovima dospeća obaveza. To, međutim, pretpostavlja da se dugoročno angažovaina sredstva finansiraju iz

[900] Ibidem, st. 22.

dugoročnih izvora (pozajmljenih i sopstvenih) i da se kratkoročno angažovana sredstva pokrivaju iz kratkoročnih (pozajmljenih) izvora sredstava.

"Analiza o odnosima finansiranja na osnovu bilansa stanja raščlanjenog po principu likvidnosti (aktiva) i sopstvenosti i ročnosti (pasiva) dobija se sagledavanjem ravnoteže ili neravnoteže ovako utvrđenih grupa sredstava i izvora sredstava. Težnja je, u principu, da određena sredstva (poslovna i vanposlovna aktiva) odgovaraju određenim izvorima sredstava (poslovnoj i vanposlovnoj pasivi), tj. da postoji njihov sklad, ravnoteža. Pri ocenjivanju ovog sklada polazi se od jednog od poznatih pravila finansiranja: da osnovna sredstva i stalni, trajni deo obrtnih sredstava traže dugoročno finansiranje. Pri tome je potrebno istaći da se s obzprom na karakter stlanog dela obrtnih sredstava polazi od stalne, permanentne vezanosti određenog iznosa izvora obrtnih sredstava za ulaganje u ove svrhe u skladu s privrednom delatnošću, poslovnim procesima u preduzećima, a ne od kružnog kretanja vrednosti ovih obrtnih sredstava. Svakako da se kružno kretanje vrednosti obrtnih sredstava odlikuje neprestanom transformacijom iz jednog oblika u drugi, a ne trajnim vezivanjem za prvobitno nastali oblik."[901]

Primena metoda presecanja bilansa omogućava izračunavanje pokazatelja odnosa finansiranja, i to: (1) pokazatelj odnosa osnovnih sredstava i sopstvenih izvora sredstava (trajnih izvora sredstava), (2) pokazatelj odnosa osnovnih sredstava i dugoročnih izvora sredstava (sopstvenih i dugoročnih pozajmljenih) i (3) pokazatelj odnosa osnovnih i stalnih obrtnih sredstava (dugoročnih sredstava) i dugoročnih izvora sredstava (sopstvenih i dugoročnih pozajmljenih). Ove pokazatelje prof. Jovanović prikazuje na sledeći način:

$$1)\ \frac{\text{Stalna (osnovna) sredstva}}{\text{Sopstveni (trajni) izvori sredstava}}$$

$$2)\ \frac{\text{Stalna (osnovna) sredstva}}{\text{Dugoročni (stalni) izvori sredstava}}$$

$$3)\ \frac{\text{Stalna (osnovna) obrtna sredstva}}{\text{Dugoročni (stalni) izvori sredstava}}$$

Prezentirani pokazatelji zapravo reflektuju pokazatelje odnosa finansiranja. Ustvari, radi se o pravilima finansiranja u širem i užem smislu. U istom pravcu, prezentiraju se i pokazatelji tzv. stalnog obrtnog fonda, odnosio pokazatelji neto obrtnog fonda (ili neto obrtnih sredstava). "Stalni (trajni) obrtni fond predstavlja iznos obrtnih sredstava (cirkulizujućeg kapitala) umanjen za kratkoročne izvore sredstava (kratkoročni pozajmljeni kapital) ili, obrnuto, to je iznos dugoročnih, stalnih izvora sredstava (sopstvenog kapitala i dugoročnog pozaj-

[901] Ibidem, st.22.

mljenog) umanjen za osnovna sredstva (fiksni kapital). U tom smislu ističe se već poznato pravilo za ocenu finansijske sigurnosti: da ukupan iznos obrtnih sredstava treba da bude veći od kratkoročnih izvora sredstava ili da iznos dugoročnih, stalnih izvora sredstava treba da bude veći od osnovnih sredstava pa da postoji "stalni obrtni fond". Inače ga nema ili je jednak nuli...

U analizi finansijske situacije utvrđivanjem tzv. stalnog obrtnog fonda (odnosno neto obrtnog fonda, odnosno neto obrtnih sredstava) utvrđuje se kakvo je finansiranje obrtnih sredstava. Stalni obrtni fond je, u stvari, iznos dugoročnih stalnih izvora sredstava (sopstvenog kapitala i dugoročnog pozajmljenog) koji služi za finansiranje obrtnih sredstava, odnosno, to je deo obrtnih sredstava koji je finansiran iz dugoročnih stalnih izvora sredstava.[902]

U tom kontekstu. dva načina obračuna se posebno ističu:

1. Dugoročni (stalni) izvori sredstva (sopstveni kapital + dugoročne obaveze) - osnovna sredstva = stalni obrtni fond. i

2. Obrtna sredstva - kratkoročne obaveze = stalni obrtni fond.

Analiza likvidnosti poslovanja. Analiza likvidnosti poslovanja podrazumeva iznalaženje mogućnosti pravovremene isplate dospelih obaveza raspoloživim novčanim sredstvima. Obezbeđenje isplate obaveza u momentu dospeća jeste indikator sticanja poverenja kreditora i dobavljača. Time se postiže finansijska sigurnost, odnosno samostalnosti stabilnost. "Analiza likvidnosti poslovanja svodi se na ocenu finansijske, odnosno platežne sposobnosti preduzeća sa stanovišta pravovremenog, regulatornog izmirenja dospelih obaveza. Uvid u likvidnost poslovanja dobija se u principu, kroz sagledavanje odnosa određenih sredstava i obaveza. U zavisnosti od toga šta se uzima za sredstva kao likvidnu masu a šta za obaveze i na koji način, razlikuju se i oblici likvidnosti. Svakako da se, u principu, u razmatranju likvidnosti polazi od likvidne mase, odnosno od toka pretvorljivosti sredstava u novčani oblik u cilju izmirenja obaveza, dospelih i ukupnih.

Na osnovu navedenih principa i vrsta likvidiosti, kao minimum za praćenje platežne sposobnosti poslovanja posmatranje likvidnosti se ograničava na posmatranje momentalne likvidnosti i likvidnosti na rok, čiji pokazatelji su:

$$1)\ \frac{\text{Novčana sredstva u osnovnom obliku}}{\text{Dospele kratkoročne obaveze}}$$

$$2)\ \frac{\text{Novčana sredstva}}{\text{kratkoročne obaveze}}$$

To znači da se kod momentalne likvidnosti iznalazi odnos između novčanih obrtnih sredstava u osnovnom obliku i dospelih kratkoročnih obaveza, a kod

[902] Isto, st. 23-24.

likvndnosti na rok iznalazi se odnos između ukupnih novčanih sredstava i kratkoročnih obaveza. Kod pokazatelja likvidnosti na rok uzeta su sva novčana sredstva, a to znači i ona kojima se momentalno ne raspolaže jer pristižu u saglasnosti s rokovima naplate (kao kratkoročna potraživanja iz poslovanja, kratkoročna finansijska ulaganja, hartije od vrednosti, devizna sredstva i sl.). Kod pokazatelja momentalne likvidnosti uzeta su samo novčana sredstva u osnovnom obliku (blagajna i žiro-račun) kojima preduzeće momentalno raspolaže. Što se tiče kratkoročnih obaveza. dolaze u obzir sve obaveze koje imaju taj karakter: obaveze iz poslovnih odnosa, kratkoročne finansijske obaveze i ostale tekuće obaveze, odnosno u prvom slučaju samo dospele."[903]

No, likvidnost nije samo iskaz stanja već i refleksija kretanja novčanih sredstava i pokazatelj priliva i odliva kratkoročnih i dugoročnih novčanih sredstava. Planirani i ostvareni bilansi novčanih tokova ilustruju informacije o usklađenosti novčanih tokova, odnosno o višku ili manjku novčanih sredstava; jer da bi se održala likvidnost na programiranom nivou, neophodno je raspolagati novčanim resursima u odgovarajućem kvantumu i u odgovarajućem vremenskom periodu koji koncidira sa dospelim obavezama. "Ako bi bilo više novčanih sredstava nego što treba, to bi delovalo na smanjenje finansijskog rezultata, odnosno rentabilnosti poslovanja zbog neuspelog, neangažovanog viška novčanih sredstava u poslovnoj aktivnosti preduzeća. Ako bi bilo manje novčanih sredstava nego što treba, to bi izazvalo nelikvidnost poslovanja. Prema tome, likvidnost je u funkcionalnoj zavisnosti od priliva novčanih sredstava nastalih transformacijom jednog oblika u drugi ili pribavljanjem novih izvora sredstava i sl., kao i od odliva novčanih sredstava za izmirenje dospelih obaveza i drugih poslovnih angažovanja.

Za ostvarenje likvidnosti poslovanja neophodan je ravnomerni sklad priliva i odliva novčanih sredstava. Ovaj sklad zavisi od stepena efikasnosti poslovanja, a to znači, između ostalog. od brzine obrtanja obrtnih sredstava uključiv vreme naplate potraživanja. od ostvarenja obima dobitka i dohotka, od obezbeđenja novih izvora sredstava, od roka isplate obaveza, od korišćenja novčanih sredstava rezervi i zajedničke potrošnje i sl. Ova funkcionalna zavisnost rentabilnosti i likvidnosti poslovanja deluje i u suprotnom pravcu. A to znači da, sa svoje strane, uspešnost i rentabilnost poslovanja po pravilu. zavise od stepena likvidnosti.[904]

Analiza finansijskog rezultata i reitabilnosti poslovanja. Bilans uspeha jeste važan finansijski izveštaj za ocenu uspešnosti poslovanja u prethodnom i tekućem periodu, ali i za projektovanje budućih poslovnih poteza menadžmenta (pošto se preispituju i prihodi i rashodi). Sistem obračuna prihoda u načelu može da se bazira na naplaćenoj ili fakturisanoj realizaciji (prodaji) ili pak na njihovoj međusobnoj kombinaciji. Samim tim, i obračun troškova može se obaviti po principu ukupnih troškova, po principu varijabilnih troškova, po principu standardnih troškova i po

[903] Isto. st. 24-25
[904] Isto. st. 25-26.

principu planskih troškova. Stoga je i sistem obračuna finansijskog rezultata u funkcionalnoj zavisnosti od sistema plaćanja dužničko-poverilačkih odnosa.

Bilans uspeha može se predstaviti u vidu izveštajnog bilansa uspeha, koji ima sledeći izgled:[905]

Bilans uspeha - izveštajni oblik

1. Prihodi od prodaje proizvoda i usluga
2. Prihodi od prodaje robe i materijala
3. Prihodi od finansiranja
4. Vanredni prihodi
5. Ukupan prihod (1+2+3+4)
6. Materijalnii troškovi i amortizacija
7. Nematerijalni troškovi
8. Ukalkulisani bruto lični dohoci
9. Troškovi perioda (6+7+8)
10. Smanjenje odnosno povećanje vrednosti zaliha proizvodnje i gotovih proizvoda
11. Nabavna vrednost prodate robe i materijala
12. Poslovni rashodi (9+10+11) ili 9-10+11)
13. Rashodi finansiranja
14. Vanredni rashodi
15. Ukupni rashodi (12+13+14)
16. Izuzimanje revalorizacije i rezultata u korist revalorizacionih rezervi
17. Bruto dobitak poslovne godine (5-15-16)
18. Porez na dobitak
19. Neto dobitak poslovne godine (17-18)
20. Gubitak poslovne godine (15-5)
21. Lični dohoci u realizovanim proizvodima i uslugama
22. Ostvareni dohodak (17-20+21)
23. Nenaknađena utrošena sredstva iz ukupnog prihoda (20-21)

U ovom kontekstu, važna je analiza prihoda, rashoda i finansijskog rezultata kako bi se osigurao kontinuitet finansiranja procesa reprodukcije. Analiza se obično vrši sa stanovišta obima i strukture prihoda i rashoda (kako u odnosu na plan tako i u odnosu na srodne firme). ali i sa stanovišta dobitka, odnosno gubitka.

Ovu analizu finansijskog rezultata po pravilu sledi analiza rentabilnosti. čiji koeficijent reprezentuje odnos između finansijskog rezultata i angažovanih poslovnih sredstava:

$$K_r = F_r / A_{ps}$$

gde su: Kr - koeficijent rentabilnosti. Fr - finansijski rezultat i Aps - angažovana poslovna sredstva.

[905] Ibidem, st.26.

No, u praksi postoji veći broj pokazatelja rentabilnosti u zavisnosti od toga šta se uznma za finansijski rezultat i šta se podrazumeva pod anagažovanim sredstvima:

$$1)\ \frac{\text{Dobitak (bruto-neto)}}{\text{Poslovna sredstva (stalni, sopstveni kapital)}}$$

$$2)\ \frac{\text{Dobitak (bruto-neto)}}{\text{Prodaja}}$$

$$3)\ \frac{\text{Prodaja}}{\text{Sopstveni kapital}}$$

$$4)\ \frac{\frac{\text{Dobitak}}{\text{prodaja}} \times \frac{\text{Prodaja}}{\text{sopstveni kapital}}}{} = \frac{\text{Dobitak}}{\text{Sopstveni kapital}}$$

Kod prvog indikatora stalni kapital je jednak dugoročnim izvorima sredstava, odnosno sopstvenim trajnim kapitalom uvećanim za dugoročni pozajmljeni kapital - dugoročne obaveze. Kod drugog indikatora dolazi do izražaja tzv. pokazatelj bruto i neto prinosne marže. Kod trećeg indikatora provlači se pokazatelj brzine obrtanja sopstvenog kapitala. Konačno, kod četvrtog indikatora javlja se pokazatelj sopstvenog kapitala. U krajnjoj instanci, može se zaključiti da rentabilnost kapitala raste uporedo sa povećanjem brzine obrtanja kapitala pri slabijoj rentabilnosti prodaje, odnosno manjoj prinosnoj mreži.

7. MIKROFINANSIJSKI KOEFICIJENTI

Finansijski koeficijenti jesu svojevrsni pokazatelji, indikatori performansi poslovanja firme. U domaćoj finansijskoj i računovodstvenoj literaturi, doduše, odomaćio se termin racio broj koji reprezentuje odnos razmera između kompariranih ekonomskih veličina. U stvari, radi se o istovrsnim pokazateljima (bez obzira da li koristimo koeficijent ili racio broj). pošto su dotična novčana merila derivirana iz izveštaja u obliku bilansa stanja i bilansa uspeha. “U SAD se u okviru propisanog obrasca izveštaja, u okviru koga se u prvom delu stepenasto prikazuju sredstva prema principu opadajuće likvidnosti, a potom pripadajući izvori sredstava po principu rastuće dospelosti. U drugom delu su prikazani posebno ukupni sopstveni izvori poslovnih sredstava i neto obrtna sredstva odnosno fond (kapital). Pozicija neto obrtnih sredstava posebno je interesantna,zbog toga što ukazuje na prave trajne izvore obrtnih sredstava, ako ih, kada i koliko ih ima. Time se pojednostavljuje analiza likvidnosti datog privrednog subjekta, zato što se vrlo lako mogu uporediti trajno imobilisana

odnosno vezana obrtna sredstva u aktivi bilansa stanja. sa njima pripadajućim odgovarajućim izvorima u obliku takozvanog fonda obrtnih sredstava u pasivi. Pri tome takođe treba sagledavati usaglašenost rokova i iznosa imobilisanosti pojavnih oblika obrtnih sredstava i njima pripadajućih izvora. Treći, pretposlednji deo bilansa stanja je za nas posebno interesantan zato što u sebi sadrži devet najčešće korišćenih finansijskih indikatora performansi poslovanja".[906]među kojima se ističu sledeći koeficijenti:

1. Klasičan koeficijent likvidnosti (brzi odnos).
2. Klasičan koeficijent likvidnosti.
3. Osnovna sredstva u odnosu na neto imovinu.
4. Ukupna zaduženost u odnosu na neto imovinu.
5. Sopstveni izvori sredstava u odnosu na osnovna sredstva,
6. Prodaja u odnosu na potraživanja (broj dana).
7. Troškovi prodaje u odnosu na zalihe (dani).
8. Troškovi prodaje u odnosu na neto obrtnasredstva.
9. Troškovi prodaje u odnosu na neto imovinu.

U aplikaciji ovog i sličnog "analitičkog metoda nužan je zahtev da bilansne analitičke pozicije budu klasifikovane na adekvatan način i izražene po stvarnoj vrednosti. Bilo kakva dilema gde treba svrstati pojedinu poziciju, nužno se treba razrešiti konsultovanjem originalnih finansijskih izveštaja. Iskusni finansijski analitičari preporučuju da, ukoliko je potrebno, odgovarajuće fusnote prate i preciznije objašnjavaju vrednost pojedinačnih pokazatelja. Uz to da bi analitičar sa strane mogao što objektivnije da sagleda poslovanje privrednog subjekta, preko je potrebna bliska saradnja sa računovodstvenim i finansijskim sektorom kao neiscrpnim vrelom informacija. Poređenjem uza- stopnih bilansnih pozicija i indikatora, koji iz njih proističu, moguće je sagledati trendove promena. izražene u monetarnim jediiicama, naročito one koje se odnose na ključne pozicije kao što su obrtna sredstva, uključujući gotovinu i potraživanja od kupaca i zalihe; tekuće obaveze uključujući bankarske zajmove u obrtne svrhe. dospele iznose dugoročnih dugova i raznih eksternih obaveza, obaveze prema dobavljačima, fiskalne i ostale dospele obaveze. Posebno treba posmatrati promene na dugoročnim obavezama, kretanje sopstvenih izvora sredstava, neraspoređene dobiti i rezervnih sredstava, itd".[907]

Weston i Briggham, prn određivanju kreditne politike u odnosu na potencijalne kupce koje treba kreditirati u biznisu, sugeriraju pak finansijskim analitičarima da koriste sledeća tri koeficijenta. i to: (1) brzi koeficijent likvidnosti (ili indikator ljuta proba) da bi se precizno sagledala situacija sa koliko je tekućih obaveza opterećen perspektivni kupac, (2) odnos duga i ukupnih poslovnih sredstava, kroz koji se sagledava kretanje samofinansiranja i (3) koeficijent rentabilnosti, koji ukazuje na poslovne perspektive. Prezentirani koeficijenti reflektuju, u

[906] Dr Ž. Ristić i mr B. Ljutić, op. cpt., st. 318-319.
[907] Ibidem, str. 319-320.

stvari, pouzdanost predviđanja da li će budući (potencijalni) kupac biti u finansijskom stanju (poziciji) da plati novoformirani dug.

Franks i Broyles se, pak, u svojim teorijama i empirijskim istraživanjima zalažu za sledeće koesricijente:[908]

1. Novčani tok/ukupni dug:
2. Neto dohodak/ukupna sredstva:
3. Ukupan dug/ukupna sredstva.

Prethodna klasifikacija je poznata kao H.W. beaver-ov model. Savremniji pristup je E. Altman-a koji predlaže sedam koeficijenata, na osnovu kojih se može predvideti, da li će privredni subjekt zapasti u teškoće ili ne. To su:[909]

1. Dobit na uložena sredstva (merena prihodima pre kamata i poreza):
2. Stabilnost prihoda (meri se standardnom greškom ocena desetogodišnjeg trenda);
3. Opsluživanje duga (meri se poznatim koeficjentom pokrića kamate = prihodi pre kamate i poreza/kamatni rashodi uključiv one za "1easing");
4. Kumulativna rentabilnost (neraspoređena dobit/ukupna sredstva);
5. Likvidnost (koeficijent likvidnosti = obrtna sredstva/tekuće obaveze);
6. Kapitalizacija firme (nepreferencijalne deonice ukupni kapital);
7. Veličina firme (merena ukupnim sredstvima kojima raspolaže).

Grupu finansijskih indikatora u SAD objavljuje Robert Morsis Associates kao udruženje rukovodilaca bankarskih kreditora. koje su Weston i Briggham sistematizovali u vidu sledećih finansijskih koeficijenata:[910 3]

1. Obrtna sredstva/tekuće obaveze (broj puta);
2. Neto profit/neto realizacija (%);
3. Neto profiti/nefinansijska neto imovina (%);
4. Neto profiti/neto obrtna sredstva (%);
5. Neto prodaja/nefinansijska neto imovina (broj puta);
6. Neto prodaja/neto obrtna sredstva (broj puta);
7. Period naplate (dani);
8. Neto prodaja/zalihe (broj puta);
9. Fiksna sredstva/nefinansijska neto imovina (%);
10. Tekući dug/nefinansijska neto imovina (%);
11. Ukupni dug/nefinansijska neto imovina (%);
12. Zalihe/neto obrtna sredstva (%);
13. Tekući dug/zalihe (%);
14. Dugoročni dugovi/neto obrtna sredstva (%).

"Sami koeficijenti u suštini predstavljaju simplificirane matematičke izraze međuzavisnosti pojedinih bilansnih pozicija u istom periodu. Rezultat

[908] Ibidem, st. 321.
[909] Ibidem, st. 323.
[910] Ibidem, st. 343.

takvih poređenja predstavlja relativne finansijske odnose poslovnih performansi u kvalitativnom i kvantitativnom smislu".[911]

8. PRELOMNA TAČKA

U svom poslovanju brojni privredni subjekti angažuju visoke iznose fiksnih troškova u odnosu na ukupne troškovne rashode. Stoga, ovi subjekti rade sa tzv. visokom operativnom polutom koja je prednsponirana da povećava varijabilnost operativne dobiti pre plaćanja poreza i kamate. A za pariranje poslovnom riziku preduzeća pribegavaju manjim iznosima eksternog finansiranja putem korišćenja nižih nivoa finansijske poluge. "Savremena svetska teorija i praksa poslovnih finansija koncepte operativne i finansijske poluge smatra veoma korisnim u finansijskoj analizi. planiranju i kontroli. U finansijama se poluga definiše kao sredstvo i obaveza sa fiksnim troškovima koje koristi firma u pokušaju da poveća dobit na uloženi sopstveni kapital. Specificirano, to znači da se operativna poluga može odrediti kao korišćenje sredstava sa fiksnim troškovima. Finansijska poluga je korišćenje obaveza i sopstvenog kapitala sa fiksnim troškovima. Zašto firme koriste operativnu i finansijsku polugu? Jednostavno zato što se nadaju da će prihodi nadvisiti fiksne troškove (rashode) po osnovu korišćenih sredstava i obaveza, te da će na taj način povećati dobit. Ipak treba jasno ukazati, da je poluga dvosekli mač. To znači da takođe povećava varijabilitet (ili rizik) ostvarivanja dobiti. Na primer, ako firma ostvaruje manju dobit od fiksnih troškova koji se plaćaju po osnovu sredstava i obaveza, upotreba poluge može smanjiti prinos dobit na uložena sredstva. Otuda poluga povećava i smanjuje potencijalne dobitke i gubitke vlasnika. Iskusnom finansijskom analitičaru dobro poznavanje koncepata poluge nudi velike mogućnosti za osvetljavanje funkcionalnih odnosa ustupak za ustupak (rizik dobit) kod različitih tipova finansijskih odluka .[912]

I ako pođemo od odnosa između korišćenja poluge i bilansa uspeha onda treba podvući da operativne troškove čine tzv. troškovi prodate robe. uključujući i prodajne i administrativne rashode. U troškove kapitala pak ulaze troškovi kamata i akumulacija, koji se posebno iskazuju, kao i porezi na dobit." [913] Tokom kratkog roka određeni operativni troškovi firme variraju direktno sa nivoom prodaje, dok ostali troškovi ostaju konstantni bez obzira na promene ovog nivoa. Troškove koji se kreću u bliskoj vezi sa promenama prodaje nazivamo varijabilnim troškovima. Više su vezani za broj prodatih proizvoda ili obim izvršenih usluga nego za protok vremena. Najčešće uključuju troškove materijala i direktnog rada. kao i troškove prodaje. Na kratak rok određeni operativni rashodi jesu nezavisni u odnosu na

[911] Ibidem. st. 323-324.
[912] Ibidem, st. 343.
[913] R.Ch. Mayer, J.R. Mc Guigan i W.J. Kretlou, Contemporary Financial Management, West Publishing Company, St. Paul, 1987. st. 216-229.

realizaciju ili nivo proizvodnje. Nazivaju se fiksnim troškovima i vezani su za protok vremena. Amortizacija nekretnina. postrojenja i opreme, zakupnina, osiguranje, računi za električnu energiju i grejanje, različite vrste poreza, lični dohoci, često se smatraju fiksnim troškovima. Ukoliko se očekuje da preduzeće nastavi sa funkcionisanjem. moraće da plaća ove troškove bez obzira na nivo realizacije. Treću kategoriju čine polu ili kako se češće nazivaju semivarijabilni troškovi. To je ona vrsta troškova koja raste stepenasto sa porastom proizvodnje. Jedna od vrsta troškova koji rastu stepenasto jesu lični dohoci. Ponekada se ovi troškovi smatraju fiksnim što se ne može striktno prpremiti. Slika pokazuje ponašanje varijabilnih, fiksnih i semivarijabilnih troškova u zavisnosti od kretanja obima proizvodnje firme. Na dugi rok su svi troškovi varijabilni. U zavisnosti od kretanja obima prodaje firma može menjati fizički obim objekata i opreme koju poseduju. kao i broj zaposlenih, u zavisnosti od promene obima prodaje. U potpunosti se ne uklapaju svi troškovi u krute podele na sasvim fiksne ili varijabilne. Neki od njih sadrže u sebi obe komponente. Troškovi struje i vode često spadaju u ovu kategoriju. Jedan deo troškova električne energije je, bez obzira na nivo prodaje, fiksnog karaktera, jer mora da se plati bez obzira na obim proizvodnje. U revidiranom formatu bilansa uspeha ovi troškovi su respektivno podeljeni na fiksne i varijabilne komponente. Potom su uključeni u odgovarajuće kategorije operativnih rashoda. Zapaža se da troškovi kamata predstavljaju fiksne troškove kapitala. Ova vrsta troškova je ugovorne prirode. To znači da je nezavisna od kretanja nivoa prodaje ili prihoda. Takođe treba primetiti da su porezi na dobit varijabilnn troškovi u funkciji dobiti pre oporezivanja... Kad god jedna firma koristi u svom poslovanju fiksne operativne troškove ili fiksne troškove kapitala kažemo da koristi polugu. Fiksne obaveze dozvoljavaju firmi da male promene pretvori u velike. To je isti način kao što mala energija na jednoj strani poluge ima za rezultat podizanje velikog tereta na drugoj strani. Za svoju potpornu tačku operativna poluga koristi fiksne operativne troškove. Kada firma stvara fiksne operativne troškove, promena prihoda od prodaje se uvećava u relativno još veće promene bruto dobiti pre kamata i poreza (EBIT). Multiplikacijski efekat koji se javlja kao rezultat fiksnih operativnih troškova je poznat kao stepen operativne poluge. Finansijska poluga takođe za svoju upornu tačku koristi fiksne troškove, jer kada subjekt ima fiksne troškove kapitala promene pokazatelja bruto dobiti (EBIT) se uvećavaju u još veće promene ovog indikatora. Multiplikacijski efekat korišćenja fiksnih troškova kapitala je poznat kao stepen finansijske poluge”.[914]

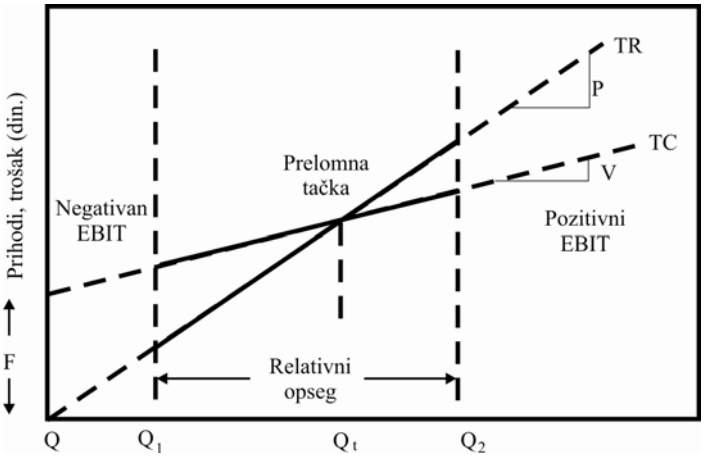
[914] Dr Ž. Ristić i mr B. Ljutić, Finansijska preduzeća, Privredni pregled, Beograd, 1990. st. 347-354.

Tradicionalni i revidirani oblik bilansa uspeha proizvodne kompanije
(tradicionalni format uspeha)

Operativna poluga	Prodaja Manje: Troškovi prodate robe Prodajni administrativni i opšti zadaci Ukupni operativni troškovi Dobit pre kamate i oporezivanja (EBIT)	2500000 1500000	5000000 4000000 1000000
Finansijska poluga	Manje: Troškovi kamate Dobit pre kamate (EBT) Manje: Porezi na dohodak (stopa 4r9S) Dobit po oporezivanju (EAT) Manje: Dividende na preferencijalne akcije Prihodi na raspolaganju običnim akcionarima Prihodi po akciji (EPS) - 100.000 akcija		250000 750000 300000 450000 150000 300000 3
Revidirani format bilansa stanja			
Operativna poluga	Prodaja Manje: Varijabilni operativi troškovi Fiksni operativni troškovi Ukupni operativni troškovi Dobit pre kamate i oporezivanja (EBIT) Mape: Fiksni troškovi kapitala (kamata)	3000000 1000000	5000000 4000000 1000000 250000
Finansijska poluga	Dobit pre oporezivanja (EBT) Manje: Porezi na dohodak (promnljivi) (stopa 409g) Dobit po oporezivanju (EAT) Manje: Troškovi kapitala dividende na akcije) Prihodi na raspolaganju običnim akcionarima Prihodi po akciji (EPS) - 100.000 akcija		750000 300000 450000 150000 3000000 3

Ukoliko se proučava međuzavisnost obima prodaje. operativnih troškova i bruto dobiti pre kamata i oporezivanja (EBIT) i pri različitim obimima proizvodnje, onda se naša analiza svodi na analizu troškovi,obim, dobbiti, odnosno na analizu prelomne tačke. “Razvoj analize prelomne tačke je moguć na dva načina. Grafički i algebarski, ili kao kombinacija oba pristupa.

Grafički metod. Sledeća slika je primer grafičke prezentacije osnovne linearne analize. Novčano izraženi troškovi i prihodi su postavljeni na vertikalnoj, dok je proizvod (meren obimom) na horizontalnoj osi. Funkcija ukupnih prihoda - TR, predstavlja ukupni prihod koji će firma ostvariti pri svakom nivou proizvodnje, pod pretpostavkom da se zaračunava konstantna prodajna cena P po jedinici proizvoda. Slično tome funkcija ukupnih troškova - TC je izraz ukupnih troškova koje će imati firma pri svakom nivou proizvodnje. Ukupni (totalnn) troškovi se izračunavaju kao zbir fiksnih troškova firme F koji su nezavisni od nivoa proizvodnje. i varijabilnih koji rastu po konstantnoj stopi rasta V po jedinici proizvoda.



Pretpostavka konstantne prodajne cene P po jedinici, konstantnih varijabilnih troškova V po jedinici. daje linearnu međuzavisnost između ukupnih prihoda i ukupnih troškova. Ove linearne međuzavisnosti ipak važe samo za određeni relativni obim vrednostn proizvodnje, kao što je to na primer Q1 do Q2 na slici 1. Prelomna tačka se javlja u Qh na slici gde se funkcije ukupnih prihoda i ukupnih troškova seku. Ukoliko je obim proizvodnje firme ispod prelomne tačke, što značp da je TR TC prouzrokuje operativne gubitke, definisane kao negativna vrednost pokazatelja bruto dobitn. Ako je vrednost proizvodnje iznad ove prelomne tačke, što znači da je TR < TC, firma ostvaruje operativne profite, definisane kao pozitivnu bruto dobit.

Da bi se grafički odredila prelomna tačka firme treba učiniti sledeća tri koraka:

1. Povući liniju kroz nultu tačku sa nagibom P koja predstavlja funkciju TR.

2. Povući liniju koja seče vertikalnu osu u F i ima nagib V predstavljajući funkciju TC

3. Odrediti tačku u kojoj se linije TR i TC seku, spustiti vertikalnu pravu na horizontalnu osu, i uočiti rezultirajuću vrednost Qb.

Algebarski metod. Da bi se odredila prelomna tačka firme na algebarski način potrebno je izjednačiti funkcije ukupnih prihoda i ukupnih (operativnih) troškova i rešiti rezultirajuću jednačinu za obim prelomne tačke.

Ukupan prihod je jednak prodajnoj ceni po jedinici pomnoženoj sa veličinom proizvodnje:

$$TR = PxQ$$

Ukupni operatnvni trošak je jednak zbiru fiksnih i varijabilnih troškova. dok je varijabilni trošak proizvod varijabilnog troška po jedinici pomnoženog obima proizvodnje:

$$TC=F+(VxQ)$$

Treba uspostaviti jednakost ukupnih prihoda i ukupnih troškova (to je slučaj kada je EBIT = TR - TC = O), zameniti vrednost prelomne proizvodnje Qb sa rezultatima Q u sledećim jednakostima:

$$TR=TC$$

ili

$$PQb=F+VQh$$

Na kraju rešavanje jednačine za vrednost prelomnog obima proizvodnje Qb daje sledeće:

$$PQb- VQh=E$$

$$(P-V)Qb=E$$

$$Qb=E$$

$$P-V$$

Razlika između prodajne cene po jedinici i varijabilnog troškova po jedpnicI, P -V, ponekad se naziva kontribucijskom maržom po jedinici. Meri koliko svaka jedinica proizvoda (autputa) doprinosi pokriću fiksnih troškova i operativne dobiti. Otuda se takođe može reći da je prelomna tačka jednaka fiksnim troškovima podeljennm sa kontribucijskom maržom pojedinici.

Analiza prelomne tačke se takođe može izvesti u novčanim izrazima realizacije pre nego u jedinicama proizvoda. Prelomni obim prodajeSb se može odrediti na osnovu sledećeg izraza:

$$Ob= F / (V-V)$$

gde je V/P racio koeficijent varijabilnih troškova.

Ponekad je u analizi potrebno da se odredi količina proizvodnje pri kojoj se ostvaruje ciljna dobit izražena u novčanim jedinicama. Izraz sličan u jednačini se može koristiti u utvrđivanju takve jednakosti:

$$\text{CILJNI OBIM PROIZVODNJE} \frac{\text{FIKSNI TROŠKOVI + CILJNI PROFIT}}{\text{KONTRIBUCIJA MREŽA PO JEDINICI}}$$

Još jedan koncept koji je ponekad koristan u finansijskom planiranju je analiza prelomne tačke za gotovinu. Neki od fiksnih operativnih troškova firme. naročito amortizacija, mogu predstavljati negotovinske izdatke. Prelomna tačka za gotovinu se izračunava odbijanjem ovih negotovinskih izdataka N, od fiksnih troškova F, u numeratoru jednačine prelomne tačke

$$\text{GOTOVINSKA PRELOMNA TAČKA PROIZVODNJE} \quad \frac{F-N}{P-V}$$

Njome se meri obim proizvodnje (jedinice) koji je potreban da bi se pokrili fiksni operativni gotovinski rashodi firme, kao što su lični dohoci, zakupnina,kirija, troškovi komunalija.

Analiza prelomne tačke proizvodnje za gotovinu se može takođe izvesti u izrazima dinara prodaje. Prelomni obim prodaje u dinarima se može odrediti pomoću sledećeg izraza:

$$\text{GOTOVINSKA PRELOMNA TAČKA PRODAJE} \quad \frac{F - N}{1-V/P}$$

Ako su sve ostale stvari jednake, firma sa većom proporcijom svojih fiksnih troškova u obliku negotovinskih izdataka rashoda će posedovati nižu prelomnu tačku i biće u boljem stanju da preživi tokom privrednog pada. nego što će to moći firma čiji se fiksni troškovi uglavnom sastoje od gotovinskih izdataka... Još jedna pretpostavka analize prelomne tačke je da se troškovi mogu klasifikovati na fiksne ili varijabilne. Fiksni i varijabilni troškovi su zavisni i od vremenskog perioda koji je obuhvaćen i od nivoa proizvodnje koji se razmatra. Kao što smo ranije napomenuli svi troškovi su varijabilni na dugi rok. Uz to, neki troškovi su delimično fiksni a delimično varijabilni. Štaviše, neki troškovi rastu stepenasto kao što raste proizvodnja (to su semivarijabilni troškovi) i koistantni su jedino tokom relativno užeg opsega proizvodnje. Još jedna pretpostavka analize prelomne tačke je da su prodajna cena i varijabilni troškovi po jedinici kao i fiksni troškovi poznati za svaki nivo proizvodnje. U praksi su ovi parametri predmet nesigurnosti. U mnogim slučajevima proizvodna struktura (product mix) se menja tokom vremena i problemi mogu nastati u alociranju fiksnih troškova na različite proizvode”.[915]

9. INVESTICIONA POLITIKA I FINANSIRANJE INVESTICIJA FIRME

Investicije u širem smislu predstavljaju deo društvenog proizvoda koji se izdvaja za zamenu utrošenih i dotrajalih.,osnovnih sredstava ili za ulaganja u nova osnovna sredstva. U užem smislu, investicije su novčana ulaganja u osnovna sredstva, sredstva zajedničke potrošnje i trajna obrtna sredstva. Investicije se, u osnovi, dele na privredne (novčana ulaganja u osnovna i trajna obrtna sredstva) i neprivredne (stambena izgradnja, društveni standard, komunalna delatnost i dr.);

[915] Dr M. Simović. op. cit.

prema karakteru gradnje, dele se na investicije u nove kapacitete i na ulaganja u rekonstrukciju. Prema tehničkoj strukturi, investicije se dele na investicije u industriju, poljoprivredu, građevinarstvo, saobraćaj. itd.

Investicioni program implicira investicioni elaborat u kome se daje opis investicionog objekta sa podacima o kapacitetima, programu proizvodnje, sirovinskoj bazi, energetskom bilansu, kadrovima. plasmanu proizvoda, transportu, izgradnji i eksploataciji, lokaciji itd. Pored toga, investicioni program, sa ekonomskog stanovišta, obuhvata i analizu tržišta, predračun potrebnih finansijskih sredstava, strukturu opreme po vrednosti, predračun troškova proizvodnje, ugovornih i zakonskih obaveza i ličnih dohodaka, obračun amortizacije, uslove kreditiranja, dinamiku trošenja sredstava n izgradnje, amortizacioni plan, strukturu troškova, ukupan prihod i dohodak i njegovu raspodelu, rentabilnost, ekonomičnost i produktivnost, zaposlenost, izvoz i devizni priliv itd. Na osnovu toga ispituje se ekonomska opravdanost investicionog programa i njegova efikasnost.

Izvori sredstava za finansiranje investicija su: sopstvena sredstva (amortizacija i poslovni fond), bankarski krediti, sredstva fondova društveno-političkih zajednica. sredstva budžeta DPZ, udružena sredstva, sredstva stanovništva (štednja), namenska sredstva, društveni zajmovi, inostrani dugovi i sredstva osiguranja. Amortizacija i akumulacija predstavljaju interne izvore finansiranja, dok su ostala sredstva eksterni izvori. U načelu, u konstrukcijama finansiranja investicija teži se povećanju koeficijenta samofinansiranja, s jedne, i smanjenju učešća eksternih sredstava, s druge strane, uz simultano insistiranje na eliminisanju deficitarnog finansiranja investicija (tj. nepokrivenih investicija i inflatornih konstrukcija alimentiranja investicionih programa).

9.1. Forfeting

Između I i II svetskog rata investicije su bile finansirane putem dugoročnih zajmova na evropskom tržištu kapitala. Posle I svetskog rata finansiranje investicija obavlja se putem produžavanja rokova plaćanja dobavljača, a finansiranje kupca sve više pada na teret prodavca. Ponuđeno kreditiranje i uslovi plaćanja postaju verni pratioci međunarodne konkurencije. To pak, znači da se na svetskoj snazi uz robu nudi i finansiranje, pošto je tržište prodavca postalo tržište kupca. Time se i paleta bankarskih usluga nadopunjuje poslovima forfetinga. Tako se od ranijih kupovina menica a forfait (prvobitna verzija forfetiranja) prešlo na finansiranje i snošenje rizika, kao nove funkcije poslova forfetinga.

No, iako su forfetingu prethodili i eskont i faktoring, kao slični poslovi, na razvoj poslova faktoringa odlučujuće je bilo uvođenje zaštitnih carina u SAD. U tom trenutku, sam faktor je prestao da bude tzv. komisionar i otpočeo je sa kupovinom potraživanja i sa preuzimanjem rizika nenaplativosti. I, pošto se kod svakog posla forfetinga praktično trguje potraživanjima, to je dovelo do formiranja novog tržišta pod nazivom forfetno tržište; što je različito od faktoringa.

lizinga, franšizinga i inžinjeringa. Osnovni preduslovi za razvoj ovog tipa tržišta su: stepen atraktivnosti, podnošljivost rizika, rok dospeća, visina potraživanja i nivo tranši, broj godišnjih anuiteta, vrsta valuta i ponućena središta obezbeđenja. "Forfeter potraživanje kupuje bez prava na regres prema forfetistu, preuzimajući na sebe sve rizike u vezi potraživanja. osim veriteta potraživanja. Stoga, forfeter ceni obim rizika i kvalitet ponuđenih sredstava obezbeđenja, pa potraživanja, koja se prodaju a forfait, potiču gotovo isključivo iz poslova izvoza opreme, brodova i industrijskih postrojenja na kredit.[916]

U svakom poslu forfetinga bitno je da potraživanje potiče iz posla izvoza i uvoza proizvoda na kredit (npr. proizvodi brodogradnje i mašnnske industrije) sa naglašenim elementima inostranosti: „Posao forfetinga se tako pojavljuje kao jedan od vidova finansiranja izvoza privrede koja proizvodi opremu i industrijska postrojenja, kada iz bilo kojeg razloga nije moguće finansiranje iz posebnih fondova stvorenih u nacionalnim sistemima, a iz određenih razloga ne dolaze u obzir drugi načini finansiranja kao što su eskont. faktoring, lizing, akreditiv. Bankarski akcept i slično".[917] Prema tome. svaki forfeter kod svakog posla faktoringa kupuje isključivo potraživanje bez prava na regres prema prodavcu datog potraživanja. Forfeter kupuje buduće potraživanje u čijoj osnovi se nalazi odobreni kredit dužnika iz osnovnog posla. Ta potraživanja su po pravilu srednjoročna i dugoročna, odnosno potraživanja koja dospevaju u vremenskom periodu od šest meseci do šest godina. Istovremeno, posao forfetinga implicira samo kupoprodaju potraživanja od inostranih dužnika, pri čemu forfetist prodaje potraživanje, a forfeter kupuje potraživanje.

U literaturi, međutim, egzistiraju brojne definicije forfetinga. Među njima ističemo sledeće:[918]

"Forfetiranje je oblik finansiranja izvoznih kredita koje se realizuje putem prodaje izvoznog potraživanja banci ili specijalizovanoj kreditnoj instituciji, uz prezentovanje dokumenata na osnovu kojih se garantuje otplata duga od uvoznika". "Kod forfetirunga forfetist prodaje i prenosi svoja potraživanja na druga lica. na tzv. forfetera uz naknadu".

"Ovaj pojam obeležava bezregresnu prodaju izvoznog potraživanja proizvođača ili trgovca domaćoj ili inostranoj banci ili finansijskom društvu uz odgovarajuća obezbeđenja (npr. garancija banke uvoznika)".

"Pod ovim se podrazumeva prodaja nekog i dugoročnijeg izvoznog potraživanja (knjigovodstvenog potraživanja) izvoznika svojoj banci ili spcijalizovanom finansijskom institutu, kada prodaja nije opterećena regresom i većinom je vezana za predaju dovoljnih obezbeđenja".

"U poslu izvoznog finansiranja pod forfetiranjem podrazumevamo kupovinu izvoznog potraživanja koje je izvoznik stekao prema svom inostranom kup-

[916] Dr S. Carić i dr F. Hrnbovšek, Spoljnotrgovinska plaćanja, Naučna knjiga, Beograd, 1990. st. 237-238.
[917] Ibidem, st. 238.
[918] Ibidem, st. 241.

cu. Pri tom se subjekt koji kupuje odriče svakog regresa prema prodavcu potraživanja".

"Za ugovor o forfetiranju karakteristično je to da banka (forfeter) preuzima od svog komitenta potraživanje koje ovaj ima prema trećem licu i odriče se prava da postavlja regresni zahtev u slučaju da ovo potraživanje ostane nenaplaćeno. S druge strane, komitent je dužan da banci preda odgovarajuće isprave o dugu kao i da joj isplati eskontnu kamatu, troškove i proviziju", forfetiranje podrazumeva otkup dugoročnih potraživanja prema trećem licu... koje se najčešće sastoji iz menica... čime preuzima ukupan rizik naplate tog potraživanja".

"Ugovorom o forfetiranju, koji se smatra posebnom vrstom eskonta (diskonta a frfait) prenose se uz paušalnu cenu potraživanja sa dotadašnjeg imeoca na banku (forfetera) uz odricanje prava banci na povratni (regresni) zahtev prema ranijem imaocu potraživanja, u slučaju da potraživanje o dospelosti ne bude naplaćeno".

U poslovima forfetinga učestvuju brojni subjekti. i to: forfeter, forfetist, ustupljeni dužnik i ostala lica.[919] Forfeter jeste lice koje bez prava na regres kupuje buduće potraživanje. Forfeter je praktično kupac potraživanja čiju finansijsku snagu opredeljuje sposobnost refinansiranja na forfetnom tržištu. Zato se u funkciji forfetera javljaju poznate međunarodne banke, specijalni finansijski instituti, društva za finansiranje, nezavisne finansijske firme i finansijski posrednici.

Forfetist jeste prodavac budućeg potraživanja bez prava na regres, odnosno izvoznik robe na poček (kredit). Kao faktor u poslu forfetinga, forfetist isporučuje robu i daje kredit na isporučenu robu kupcu robe (uvozniku). Ovo nastalo potraživanje postaje predmet posla forfetinga. U tom poslu, forfetist se pojavljuje kao prodavac potraživanja.

U poslu forfetinga, lice koje trguje dugom naziva se ustupljeni dužnik. To je zapravo strano lice koje je obavezno da dug vrati forfeteru na bazi ugovora o bezregresnoj kupoprodaji potraživanja.

Konačno. ostala lica u poslu forfetinga javljaju se kao davaoci obezbeđenja, i to: avalist, garant, akreditivna banka i potvrđujuća banka. Kao avalista se u poslovima forfetinga obično pojavljuje poznata međunarodna banka i ugledna firma prvoklasnog boniteta, pogotovu ako je potraživanje utelovljeno u menici.

Garant jeste lice koje se obavezalo da potraživanje"u poslu forfetinga potpuno garantuje u vidu isplate meničnog iznosa o dospeću ili naplate potraživanje (isplata duga). U funkciji garanta se obično javlja tzv. kućna banka uvoznika, odnosno ustupljenog dužnika.

Akreditivna banka jeste novo lice u poslu forfetinga koje isplatu potraživanja o dospeću garantuje neopozivim dokumentarnim akreditivom. Ova banka za račun nalogodavca i u svoje ime "stavlja korisniku akreditiva na raspolaganje

[919] Ibidem, st. 313-319.

određenu sumu novca, ili se obavezuje da će akceptirati ili negocirati menice, uz podnošenje meritornih dokumenata i unutar roka .[920]

Banka koja na zahtev akreditivne banke (korisnika akreditiva) doda svoju obavezu na obavezu akreditivne banke kako bi korisniku akreditiva omogućila korišćenje akreditiva jeste prava potvrđujuća banka. Ova banka, sa svojim obavezama i svojim pravima, faktički preuzima akreditivnu obavezu.

9.2. Faktoring

U teoriji i praksi, faktoring reprezentuje ugovor o realizaciji knjigovodstvenih patraživanja od strane banke. U tom kontekstu, faktoring se praktično sastoji iz kupovine potraživanja po osnovu isporuka i usluga sa kupcima u zemlji i inostranstvu sa kratkim rokom, s tim što faktor snosi del kredere rizik za kupljena potraživanja. "Kod posla faktoringa ee kupac potraživanja (faktor) obavezuje da kupi sadašnja i buduća potraživanja od privredne organizacije - prodavca. Prodavac se obavezuje da prodato buduće ili sadašnje potraživanje prenese na faktora. Potraživanja su uvek kratkoročna, sa rokom do devedeset dana, a najviše do sto dvadeset dana. Ova potraživanja su tzv. čista, knjigovodstvena potraživanja. Osim toga, prodavac potraživanja se obavezuje da će faktoru platiti nagradu za njegov rad i za prepušteni kapital. Nagrada se isplaćuje tako što je faktor zadržava u obliku eskonta kod isplate kupovne cene. Privredni smisao posla faktoringa je u tome, što prodavac robe za gotovo, ili na poček od tri ili četiri meseca, svoje potraživanje iz ove prodaje može odmah da proda faktoru. Prodaja je konačna i "bez regresa" prema prodavcu potraživanja, što znači da faktor preuzima del kredere rizik. Prodavac može potraživanja da proda pre dospeća, ali ne garantuje za naplativost, već samo za pravno postojanje (veritet). Iz ovog posla proističu neke prednosti za prodavca (komitenta). On odmah dalazi do potrebnih novčanih sredstava, koja može da upotrebi radi nastavka ciklusa proizvodnje. Pri tom on kod izmirivanja obaveza prema svojim dobavljačima može da uživa puni skonto. Pošto je potraživanje prodao "bez regresa", komitent je sprečio nastanak gubitka usled delovanja del kredere rizika. Na kraju, on u znatnoj meri rasterećuje svoje knjigovodstvo. Faktor od svog komitenta stiče potraživanje od njegovih kupaca uz naknadu, putem cesija, u svojinu, i naplaćuje ih o dospeću. Dotle ih nadzire, a istovremeno preuzima rizik naplate. Ovo bi bio tzv. pravi faktoring posao. Kod njega se ostvaruju sve tri privredne funkcije posla faktoringa:

1. "Del kredere" funkcija ili funkcija osiguranja kredita,
2. Uslužna funkcija ili upravljačka funkcija, tj. pružanje stručnih usluga u pogledu ostvarivanja potraživanja prema trećim licima,
3. Funkcija finansiranja. tj. funkcija obezbeđenja gotovinskog novca".[921]

[920] Ibidem, st. 318.
[921] Ibidem, st. 280.

Centralna funkcija svakog faktoringa je ipak finansiranje sa rastućom ulogom na međunarodnom planu. Dokaz za to jesu podaci koji govore da je u 1979. god. u celom svetu kupljeno potraživanje dostiglo iznos od 53 mlrd. dolara. Potraživanja su, samim tim, postala vrlo pogodna za poslove faktoringa bez obzira da li se radi o domaćem faktoringu (u kome su sve ugovorne strane u poslu državljani jedne zemlje) ili o međunarodnom faktoringu (u kome je prodavac u zemlji faktora, a ustupljeni dužnik u inostranstvu). U tom kontekstu, sva potraživanja moraju biti izražena u domaćoj valuti, budući da faktor po definiciji ne preuzima kursni i valutni rizik. No, potraživanja moraju biti kratkoročna i da obligatno proističu iz redovnih isporuka robe i pružanja usluga kupcima. I, pošto su knjigovođstvena potraživanja predmet posla faktoringa, to se ona mogu prenositi i cesijom.[922] Kod cesije se, pak, na faktora prenosi, pored potraživanja, i tzv. zadržano pravo svojine na isporučenoj robi radi obezbeđenja plaćanja.

U svakom poslu faktoringa, faktor preuzima na sebe funkciju finansiranja. Kupljeno potraživanje faktor odmah odobrava komntentu i to ne u nominalnom iznosu nego po tzv. sadašnjoj vrednosti, koja se dobija odbijanjem diskonta od nominalne vrednosti potraživanja. Za usluge finansiranja faktor naplaćuje tzv. Nagrobu, koja se - sastoji od kamate obračunate u visini kamate po kontokorentnom kreditu i od provizije. kao ngrada za uslužne poslove i za del kredere rizik. Ta provizija za faktoring obično se kreće od 0.8% do 2% od prometa potraživanja. U tom kontekstu. sklapa se ugovor o faktoringu između banke ili specijalizovanog instituta za faktoring, kao faktora, i komntenta, kao prodavca robe, za period u trajanju od 1-4 godine unapred, a ne za svaki pojedinačni posao. U ovom ugovoru, faktoru na otkup, komitent obavezno nudi celokupna potraživanja. koja su ugovorom predviđena. Faktor je, po ugovoru, dužan da odmah plati kupljena potraživanja. A pre toga, faktor ispituje bonitet ustupljenih potraživanja dužnika.

Između faktoringa i forfetinga postoje i sličnosti i razlike. Naime, faktoring jeste kupovina potraživanja, pri čemu faktor preuzima obavezu pružanja bankarskih usluga, kao što su odobravanje kredita, preuzimanje del kredere rizika, vođenje knjigovodstva, naplate potraživanja i ispitivanje kreditne sposobnosti kupaca.[923] Radi se, dakle, o mešovitom ugovoru između komitenta i faktora sa si multanim elementima i ugovora o odavanju usluga i kupovina. To, pak, znači da i posao faktoringa i posao forfetinga spadaju u bankarske poslove i da služe finansiranju plasmana uz preuzeti rizik, s tom razlikom što se kod posla faktoringa kao predmet ugovora javljaju i dospela potraživanja. Ali, i kod faktoringa i kod forfetinga kupoprodaja dospelih potraživanja jeste predmet ugovora, u kome se i eskont i provizija javljaju kao sastavni delovi nagrade. "Razlike između posla faktoringa i posla forfetinga se već izražavaju u različitim njihovim privrednim funkcijama. Posao faktoringa se upotrebljava isključivo za kratkoročno finansi-

[922] G. Starling i OW. Baskin, Issucs in Busuness and Society, Capitalism and Public Purpose, Kent Publishing Company, Boston, 1985.
[923] Dr S. Carić i dr F. Hribovšek. op. cit., st. 283.

ranje, budući da za predmet ugovora ima kratkoročna potraživanja. pa je njegova privredna funkcija kreditiranje obrtnih sredstava. U poslu forfetinga se forfetiraju samo srednjoročna i dugoročna potraživanja, pa on služi finansiranju investicija. Posao faktoringa se pretežno upotrebljava u domaćem platnom prometu, premda se upotrebljava i u međunarodnom, ali posao forfetinga se ne upotrebljava za regulisanje domaćeg finansiranja. Razlika između posla faktoringa i posla forfetinga je u tome, što se kod faktoringa preuzimaju i ugovorene usluge, koje ne postoje kod forfetinga. U poslu faktoringa nastaje trajan odnos, u kojem se kupuju sva potraživanja. koja su kratkoročna i nisu obezbeđena nekim posebnim ugovornim sredstvima obezbeđenja, i koja uglavnom potiču iz domaćeg poslovanja. U poslu forfetinga se uvek reguliše kupoprodaja pojedinačnog potraživanja, koje je srednjeročno ili dugoročno i uvek potiče iz spoljno-trgovinskog poslovanja. pri čemu se stvara trenutan odnos, a potraživanje je, uglavnom obezbeđeno. Obim preuzetih rizika je takođe različit, pošto se u poslu forfetinga, pored svih postojećih domaćih rizika, preuzimaju i spoljnotrgovinski rizici. naročito politički i valutni rizici. Iz razlike u obimu preuzetih rizika proizilazi i razlika u obimu nagrada”.[924]

9.3. Lizing

Lizing jeste relativno novi instrument finansiranja investicija. koji je u savremenom svetu dostigao iznos od 5% do 20% ukupnih investicija. Predmet lizinga je određena stvar koja se od straie davaoca lizinga privremeno predaje primaocu lizinga, koji preuzima na sebe rizik i jemstvo za održavanje stvari. Na davaocu lizinga ostaje samo tzv. kreditni rizik, dok na primaoca lizinga pada tzv. preduzetnički (ili investicioni) rizik. Ugovor o lizingu jeste pravni institut za' regulisanje posla lizinga u kome se davalac lizinga obavezuje da ustupi određenu stvar na privremeno korišćenje primaocu lizinga, koji je obavezan da plati zakupninu, kao ugovorenu nagradu davaocu lizinga (tzv. lizing rata), ali i da nadoknadi štetu u slučaju uništenja stvari (predmeta lizinga). U samom ugovoru može biti ugovorena i cena u slučaju prodaje predmeta po isteku roka upotrebe stvari na lizing. Po isplati ugovorene cene za ugovorenu prodaju predmeta lizinga sledi prenos svojine na primaoca lizinga.

U savremenom svetu. lizing omogućava privredno racionalno i efikasno korišćenje stvari (npr. mašine), koje su predmet ugovora o lizingu, što je vrlo važna privredna funkcija lizinga. U tom sklopu, naročito je značajan tzv. investicioni lizing, “koji za predmet ugovora ima pokretna investiciona dobra”.

Sa poslovima forfetinga lizing ima i sličnosti i razlike. “Posao forfetinga samo posredno omogućava ekonomsko iskorišćavanje stvari i ta stvar nije predmet ugovora o forfetingu. Lizing i forfeting služe finansiranju. Za lizing je tipično finansiranje sa tim svojstvima da primalac lizinga ne stiče svojinu na

[924] Ibidem. st. 284.

stvari koju iskorišćava. ali se može ugovoriti i kasnije preuzimanje ove stvari u svojinu primaoca lizinga. Kod posla forfetinga su za privredno iskorišćavanje stvari i za finansiranje potrebna dva ugovora: ugovor o međunarodnoj kupoprodaji robe ili pružanju usluga i ugovor o forfetingu. Osim toga, finansiranja kod ovih poslova idu u različitim pravcima. Kod posla lizinga finansiranje je okrenuto prema proizvođaču robe, odnosno pružaocu usluga, koji se pojavljuje kao forfetist, a samo posredno omogućava i finansiranje kupca ove robe (ustupljenog dužnika).

Lizing se pretežno upotrebljava u domaćem pravnom prometu, ali postoji i međunarodni (izvozni ili uvozni) lizing. dok se posao forfetinga upotrebljava isključivo u međunarodnom finansiranju... Suštinska razlika između posla lizinga i posla forfetinga je u predmetu obaveze. Dokse predmet obaveze u poslu lizinga sastoji u predaji stvari na privremenu upotrebu na ugovoreno vreme, uz neke ostale usluge i ređe prenos prava svojine, pri čemu stvar biva sredstvo za proizvodnju ili neko trajno potrošno dobro - dakle stvari koje odgovaraju uslovima za zakup, dotle je predmet obaveza kod posla forfetinga uvek prodaja, i to bezregrešna, koja kao predmet obaveze nema neku stvar, nego ima pravo - potraživanje. Kauzalnost kod posla lizinga je vrlo naglašena, a kauza kod posla forfetinga. premda postoji. nije toliko izražena. Posao forfetinga je uvek. apstraktan u odnosu na predmet, ako je potraživanje inkorporisano u nekoj hartiji od vrednosti ili u bankarskoj garanciji ili dokumentarnom akreditivu. Osim toga, posao forfetinga je samostalan ugovor u odnosu na osnovni pravni posao. a lizing ne može biti samostalan u odnosu na posao kome je on instrument za pravno regulisanje. Posao lizinga je sam za sebe osnovni ugovor".[925]

9.4. Franšizing

Franšizing uslovi, u savremenom svetu, tiču se politike finansiranja posredstvom prometnog i proizvodnog franšizinga (kojim su se, najpre, bavile čuvene američke firme, kao što su Cosa-Co1a i General Motors). Poslovni franšizing faktički podrazumeva prodaju robe u maloprodajnoj mreži potrošačima na osnovu ugovora o franšizingu između davalaca i korisnika franšizinga. Za korisnike franšizinga, davalac franišizinga obezbeđuje već izgrađene objekte i znanja o načinu poslovanja kako bi korisnik franšizinga ostvario veći promet i veći dohodak bez ulaganja svojih sredstava u prodajne objekte. Kod proizvodnog franšizinga, davalac franšizinga prenosi licencno pravo na proizvodnju proizvoda, prenosi znanja i iskustva u poslovanju i vrši obuku kadrova na području proizvodnje i marketinga. A to je izuzetno privlačio za korisnika franšizinga, pošto su rizici ulaganja u izgradnju proizvodnih i prodajnih kapaciteta minimizirani. Prava i obaveze između davaoca i korisnika franšizinga regulišu se ugovorom o poslovnom franšizingu. Korisnik franšiziiga plaća prodavcu franšizinga naknadu u

[925] Ibidem. st. 288.

procentu. U stvari, radi se o učešću u raspodeli ostvarene marže, ako se radi o tzv. prometnom franšizingu. A ako se radi o proizvodnom franšizingu, onda se plaća naknada u fiksnom iznosu. No, korisnik franšizinga može obezbeđivati i sredstva za finansiranje investicionih ulaganja, isto onako kao što i davalac franšizinga može učestvovati u finansiranju investicija (putem kupovine deonica. putem uloga, putem davanja dugoročnog kredita). Ali, ovi finansijski aranžmani mogu biti predmet i posebnih ugovora o finansiranju, a ne samo franšiziig aranžmana.

9.5. Lizing, faktoring i forfeting u finansijskom menadžmentu

U specifične izvore sredstava,koji su predmet izučavanja finansijskog menadžmenta, svrstavaju se lizing, faktoring i forfeting, budući da reprezentuju složene kombinovane oblike izvoza, čijim se pribavljanjem stiče samo pravo korišćenja (lizing) ili pravo vlasništva nad određenim iznosom sredstava (faktoring i forfeting). "Lizing predstavlja poslovni aranžman između davaoca lizinga (zakupodavca) i primaoca lizinga (zakupca), pri čemu davalac lizinga ustupa na korišćenje sredstva (opremu, transportna sredstva, zgrade) sa zadržavanjem prava vlasništva nad njima i uz naplatu zakupnine, a primalac lizinga stiče samo pravo korišćenja (do momenta otkupa). Kako su predmet zakupa osnovna sredstva, to je lizing eksterni izvoz osnovnih sredstava. Zbog same vrednosti osnovnih sredstava, pak, kao predmeta lizinga i njihovih karakteristika, lizing aranžman obnčno uključuje i druge izvore sredstava: kredit, dobavljače po osnovu know-how i dr. Stoga je on specifičan izvor sredstava."[926]

Po kriterijumu broja učesnika u lizing aranžmanu, u teoriji i praksi se obično razlikuju direktni lizing, indirektni lizing i lizing sa leverageom. "Direktni lizing je poslovni aranžman između davaoca lizinga i primaoca lizinga u kome se primalac lizinga javlja kao poslovni subjekt koji ne poseduje potrebna sredstva za obavljanje svoje delatnosti, a davalac lizinga je poslovni subjekt koji poseduje ta sredstva i može ih ustupati na korišćenje uz naplatu određene zakupnine s pravom ili bez prava otkupa posle određenog vremena korišćenja.[927] Lizing kompanija koja se javlja kao posrednik između proizvođača opreme i primaoca lizinga (zakupca) efektivno namiruje indirektni lnzing u kome dotična kompanija pribavlja opremu radi izdavanja u zakup primaocu lizinga ili neposrednom kupovinom osnovnog sredstva od proizvođača dolazi do predmeta koji se daje u zakup. A ukoliko kompanija nabavlja opremu pozajmljenim sredstvima (a ne sopstvenim), onda ta vrsta lizing aranžmana predstavlja lizing sa leverageom u kome se javljaju, simultano, i kreditor, i lizing kompanija i prnmalac lizinga.

Za firme su važni i posebni oblicn lizinga. "Posebnu vrstu lizinga čini lizing "prodaj, iznajmi - ne kupuj" ("seli, 1et out - not buy"). Javlja se pri prelasku sa finansijske strategije "kupuj, ne iznajmljuj" ("buy, not let out) na finansijsku

[926] Dr N. Vunja, Finansijskn menadžment, SDK 162/91. st. 38.
[927] Dr N. Figar, Specifični oblci izvoza srsdstava — lizing, faktoring i forfeting. Knjigovođstvo 7/92 st. 26.

strategiju "iznajmljuj, ne kupuj" (.let out, not buy). Poslovni subjekt 1) ili prodaje svoja osnovna sredstva lizing kompaniji pa ih od nje iznajmljuje. 2) ili prodaje svoja osnovna sredstva lizing kompaniji a od nje iznajmljuje druga, 3) ili prodaje svoja osnovna sredstva a od lizing kompannje iznajmljuje druga.

Sva tri oblika lizinga "prodaj, iznajmi - ne kupuj" temelje se na shvatanju da je vlasništvo nad sredstvima rizičan luksuz i sporedna stvar. Prvi oblik se javlja u uslovima 1) visokih troškova održavanja u sopstvenoj režiji, 2) stalne potrebe za know-howi 3) nepovoljne poreske politike u segmentu oporezivanja imovine preduzeća. Drugi oblik je uobičajen u uslovima 1) brzog tehničko-tehnološkog progresa u oblasti proizvodnje konkretnih sredstava za rad i 2) promene osnovne delatnosti korisnika lizinga. Treći oblik je moguć u uslovima 1) svih pet alternativa iz prethodna dva oblika lizinga ali i 2) omogućava korisniku lizinga da postigne najpovoljniji odnos između prihoda od prodaje svojih sredstava i rashoda po osnovu uzimanja u zakup.[928]

Za razliku od lizinga, faktoring reprezentuju poslovni aranžmani između komntenta (poslovni subjekt), koji nudi na prodaju svoje potraživanje od kupaca i poslovnog subjekta, kao faktora, koji kupuje potraživanje. U tom kontekstu, u kupoprodajnom odnosu između faktora i komitenta potraživanje praktično postaje specifična roba koja omogućava da jedan oblik izvora sredstava nižeg stepena sigurnosti u potpunosti pređu u drugi oblik izvora sredstava višeg stepena sigurnosti (raspoloživa novčana sredstva). "Razlikuje se više vrsta faktoringa, a svaka od njih ima različitu cenu koštanja što se odražava na finansijsku strukturu preduzeća.

Kod pravog faktoringa komitent svoje potraživanje od kupca prodaje faktoru. Faktor se javlja kao novi poverilac a komitent je potraživanje od kupca pretvorio u gotov novac. Taj iznos gotovog novca ne može biti u visini fakturisanog potraživanja, već je umanjen za troškove naplate potraživanja i kamate na dati avans. Ukoliko se radi o faktoringu bez rekursa, potraživanje će biti umanjeno i za rezerve za mogući rizik u naplati potraživanja.

Troškovi naplate potraživanja sadrže; troškove same naplate, troškove utvrđivanja boniteta kupaca, troškove istraživanja tržišta kupaca, troškove knjigovodstvene evidencije, kompjuterske obrade podataka i sl. U zavisnosti od njihove visine faktor utvrđuje stopu ili apsolutni iznos provizije kao cenu za svoje faktoring usluge.

Isplatom kupljenog potraživanja komitent je, praktično, dobio avans za fakturisano potraživanje a faktor dao kredit za nenaplaćeno potraživanje. Kamata na avans, odnosno kredit predstavlja cenu isplaćenog potraživanja od dana isplate komitentu do dana naplate od kupca. Mora biti najmanje u visini kamate na kratkoročne kredite.[929]

---

[928] Ibidem, st. 26.

[929] Dr N. Figar. op. cit., st. 27.. R. Oldkorn, Menadžment, Sarajevo, Svjetlost. 1990. st. 149-150. i P. Lazić, Lizing, SDK 162/91 st. 51. i dr R. Radovanović i dr M. Ivanišević, Lizing poslovi, Praksa i knjigovođstvo 21/91. st. 10.

Konačno, forfeting reprezentuje, takođe, poslovni aranžman između forfetera (poslovni subjekt), koji kupuje potraživanje, i komitenta, kao poslovnog subjekta, koji prodaje potraživanje. Forfeting aranžmani su naročito atraktivni za izvoznike (izvoz opreme i izvođenje građevinskih i investicionih radova u inostranstvu) i za poslovne subjekte koji obavljaju delatnost u inostranstvu bez raspoloživih novčanih sredstava. Iako je. po svom ustrojstvu, sličan faktoringu, forfeting se ipak od njega razlikuje, i to u sledećem:[930]

Kao forfeter se najčešće javlja banka, a kao faktor i drugi poslovni subjekti.

Kod forfetinga se prodaju potraživanja s rokom dospeća od šest meseci do šest godina, dok je kod faktoringa taj rok od 60, 90 i 180 dana.

Faktor može da postavlja regresni zahtev prema komitentu ako je potraživanje na rekursnoj osnovi, dok tavka mogućnost za forfetera ne postoji.

Forfeter kupuje potraživanje u nominalnom iznosu umanjenom za iznos kamate, troškova koje ima i bankarsku proviziju.[931] Pošto se radi o velikom iznosu potraživanja. predmet forfetinga može da bude samo jedno potraživanje, dok kod faktoringa onoliko koliko faktor prihvati za otkup.

Forfeter preuzima poslove iz spoljnotrgovinske razmene, dok faktor obično preuzima potraživanja sa domaćeg tržišta. Skuplji je izvor sredstava i od kredita i od faktoringa jer uključuje veće troškove, veću proviziju i veće rezerve za rizik, a sve to zbog dužeg perioda dospelosti potraživanja.

A. Pod ugovorom o lizingu podrazumeva se takav ugovor kojim se davalac lizinga obavezuje da će korisniku lizinga dati na privremenu upotrebu (zakup) neku stvar ili skup stvari i obaviti određene radnje u vezi sa tom upotrebom dok se korisnik lizinga obavezuje da će po isteku ugovorenog roka vratiti te stvari, produžiti njihovo korišćenje (odnosno zaključiti novi ugovor) i platiti utvrđenu naknadu u ratama. Kao što se vidi, ugovor o lizingu je mešovit ugovor jer su u njemu sadržani prvenstveno elementi ugovora o zakupu, ugovora o prodaji, ugovora o kreditu, posebno kad je u pitanju ugovor o finansijskom lizingu. Inače, ugovor o lizingu spada u red tipskih ugovora.

Prema tome, ugovor o lizingu je neimenovani ugovor, dvostrano obavezni ugovor sa mešovitom prprodom, koji se svrstava u ugovore o višim oblicima privredne saradnje.

Razlikuju se dve osnovne vrste ovog ugovora: indirektni (finansijski, pravi) lizing i direktni (nepravi, kvazi) lizing.

U prvom slučaju reč je o pravnom odnosu u kome učestvuju tri lica (isporučilac, davalac lizinga i primalac lizinga) i zaključuju se dva ugovora (ugovor o kupoprodaji - isporuci i ugovor o lizingu). Davalac lizinga je subjekt u oba ugovora i on na osnovu specifikacije primaoca lizinga zaključuje ugovor o kupovini sa isporučiocem (koga je odabrao primalac lizinga), na osnovu ugovora o lizingu

[930] Dr N. Figar. op. cit., st. 33
[931] Ibidem, str. 35.

koji zaključuje sa primaocem lizinga. Na taj način pravo svojine na opremi koja je predmet lizinga stiče davalac lizinga, što mu omogućava da u slučaju stečaja primaoca lizinga istakne svoje izlučno pravo, odnosno da izlučnom tužbom zahteva predmet lizinga.

Kod druge vrste ugovora o lizingu, davalac lizinga je istovremeno i prodavac (isporučilac) opreme, tako da postoje samo dva lica (davalac lizinga – prodavac i korisnik lizinga). Prodavac (isporučilac) i posle zaključenja ugovora o lizingu ostaje vlasnik stvari koja je predmet korišćenja iz ugovora o lizingu, s obzprom da je on istovremeno i davalac lizinga.

Prema predmetu ugovor o lizingu deli se na: lizing potrošnje dobara, investicioni lizing, lizing pokretnih i nepokretnih stvari, koncern lizing, proizvođački lizing, proizvodno-finansijskih lizing. Ugovor o lizingu deli se na lizing proizvođača i lizing specijalizovanih organizacija, lizing sa opcijom produženog zakupa i lizing sa opcijom kupovine po isteku zakupa i sl.

Predmet lizinga je tačno utvrđena nezamenjiva stvar, koja se istekom roka vraća sa umanjenom vrednošću usled amortizacije. Prema tome, prevashodni cilj korisnika lizinga jeste da stvar ekonomski iskorišćava, a ne da na njoj stekne svojinu.

Obaveza davaoca lizinga je da ustupi na upotrebu opremu korisniku lizinga, koji mu daje specifikaciju opreme, a korisnika lizinga da za to plati davaocu lizinga određenu naknadu (cenu zakupa). Ova dva bitna elementa mora da postoje u svakom ugovoru o lizingu. Pored toga, ugovor o lizingu ima i nebitne elemente, zavisno od volje ugovornih strana i prirode posla.

Lizing organizacija (davalac lizinga) redovno preuzima i obavezu da tokom trajanja lizinga vrši servis opreme i uređaja; da vrši obuku stručnog kadra primaoca lizinga koji koriste stvari i opremu koja je predmet lizinga; da prenese znanje i iskustvo (know-how) na korisnika lizinga iz oblasti koja je predmet ugovora uz garanciju da tehničko znanje i iskustvo imaju određena svojstva predviđena ugovorom i tehničkom dokumentacijom.

Obaveza korisnika lizinga je da davaocu lizinga plaća određenu naknadu koja se obično sastoji od sledećih elemenata: otpisane amortizacije, kamate na angažovana sredstva namenjena za nabavku stvari i opreme, planiranih troškova održavanja i zamene delova, kao i troškova u vezi sa pripremom i zaključenjem ugovora o lizingu. Ukoliko se prenosi i znanje i iskustvo (know-how) u tom slučaju je korisnik lizinga obavezan da za to plati posebnu naknadu čija visina zavisi od stepena inovacije, originalnosti, trajnosti tehničkog znanja i iskustva i privrednog efekta koji se očekuje.

Naknada (zakupnina) se, po pravilu, plaća šestomesečno ili godišnje unapred.

U većini ugovora predviđa se obaveza korisnika lizinga da snosi troškove transporta, deponovanja i otpremanja stvari i opreme po isteku ugovora o lizingu, uključujući i troškove osiguranja, plaćanja taksi i raznih drugih dažbina, kao i troškove pripremanja prostorija (terena) za montažu opreme i troškove radne sna-

ge angažovane na ovom poslu. Korisnik lizinga je obavezan da po isteku zakupa vrati stvar davaocu lizinga ili produži važenje ugovora o lizingu ili, pak, otkupi opremu i uređaje koji čine predmet ugovora o lizingu, zavisno od toga kako je to pitanje regulisano ugovorom o lizingu. Korisnik lizinga je obavezan da stvari koje čine predmet ugovora o lizingu koristi u skladu sa njihovom namenom i da korisniku lizinga omogući odgovarajuću kontrolu.

Inostrani isporučioci opreme, odnosno davaoci lizinga u praksi često zahtevaju i izdavanje bankarske garancije radi obezbeđenja plaćanja dospelih lizing-rata. Bankarska garancija je bankarski posao kojim banka garantuje poveriocu da će dužnik uredno izvršiti svoju obavezu, tj. da će poveriocu izmiriti obavezu o dospelosti ako to dužnik ne učini. Banka se kod ovih poslova pojavljuje u ulozi jemca.

Ugovor o lizingu predstavlja posao privrednog prava koji u savremenim tržišnim privredama ima sve veći značaj. Zakonom o obligacionim odnosima ne reguliše se posebno ovaj ugovor, već se u članu 550. stav I. predviđa da pravila o prodaji sa obročnim otplatama cene važe i u slučaju drugih pogodbi koje imaju istu suštinu, kao što je, na primer, ugovor o zakupu sa odredbom da će stvar koja je data u zakup preći u svojinu zakupca ako bude plaćao zakupninu za određeno vreme. Pored toga, Zakon o spoljnotrgovinskom poslovanju sadrži određene odredbe o ugovoru o zakupu - lizingu.

Prema ovom zakonu preduzeće i drugo pravno lice može privremeno izvoziti odnosno uvoziti u zakup opremu radi korišćenja i proizvodnje i radi pružanja usluga. Ugovor o zakupu obavezno sadrži rok trajanja zakupa, a može se predvideti da po isteku ugovorenog roka zakupac trajno zadrži privremeno izvezenu, odnosno uvezenu opremu - lizing. Ugovorom o zakupu, odnosno lizingu, prenosi se pravo korišćenja opreme uvezene u zakup uz plaćanje naknade (zakupnine), a može se predvideti i obaveza zakupodavca da zakupcu obezbedi nesmetano korišćenje, održavanje i tehničko-tehnološko unapređenje opreme, kao i zamena uvezene opreme novom tehničko-tehnološki savršenijom opremom za vreme trajanja roka zakupa.

Carinarnica, u skladu sa propisanim oblikom izvoza, odnosno uvoza i pod uslovima propisanim zakonom i propisima donetim na osnovu njega, odobrava privremeni uvoz i izvoz opreme u zakup, odnosno lizing (član 44. Zakona o spoljnotrgovinskom poslovanju).

B. Ugovor o faktoringu je ugovor kojim jedno lice (faktor) kupuje od drugog lica (klijenta) potraživanje koje to lice ima prema trećem licu (kupcu ili korisniku neke usluge).

Na osnovu ugovora o faktoringu faktor isplaćuje klijentu iznos potraživanja koji on ima prema trećem licu. Faktor ima pravo na naplatu kamata i provizije. Takođe, on zadržava određeni procenat (kao garanciju) da će potraživanje biti isplaćeno do roka dospelosti navedenog (ili navedenih) potraživanja.

Ugovor o faktoringu treba razlikovati od drugih obligacionih pravnih poslova odnosno ugovora. Ugovor o faktoringu spada u neimenovane ugovore, jer nije u celini zakonski regulisan. To je dvostrano obavezan i teretan ugovor. Po pravilu je formalan ugovor (zaključuje se u pismenoj formi). Ugovor je dugoročan (jer se između ugovornih strana uspostavlja trajniji pravni odnos u pogledu naplate svih ili određenih potraživanja za prodatu robu ili izvršene usluge). Taj ugovor spada u ugovore po pristupu (jer se zaključuju na osnovu tipskih, odnosno formularnih ugovora koji se izrađuju i na koje se primenjuju opšti uslovi poslovanja faktoring kompanija). Ugovor o faktoringu spada u ugovore intuity personle (ugovorne strane su lica koja ulaze u taj ugovorni aranžman zbog renomea i određenih ličnih kvaliteta i osobina druge strane). Ugovor je složen tj. mešovitog karaktera jer sadrži elemente više drugih ugovora (ugovora o kreditu, ugovora o garanciji, ugovornoj cesiji, ugovora o delu i dr). Postoji više vrsta ugovora o faktoringu. U pogledu snošenja rizika, postoje pravi i nepravi (kvazifaktoring). Kod pravog ugovora o faktoringu faktor snosi rizik za slučaj eventualnog neplaćanja fakture. Kod nepravog ugovora o faktoringu, faktor ne snosi rizik za neplaćeno potraživanje, jer ima pravo na regres prema klijentu u slučaju da potraživanje ne može da se naplati.

Prema obimu prenosa potraživanja ugovor o faktoringu može biti generalni ili specijalni. Generalni ugovor o faktoringu je onaj kod koga se vrši generalno prenošenje (pa i budućih) potraživanja klijenata (prema određenom dužniku ili prema svim njegovih dužnicima). Specijalni ugovor o faktoringu je onaj kod koga se na faktora prenose konkretno određena potraživanja. U praksi je češći generali oblik ovog ugovora. Na taj način se izbegava da se na faktora prenose samo sumnjiva (nesigurna) potraživanja.

Prema teritorijalnom i personalnom dejstvu ugovora faktoring može biti unutrašnji i međunarodni (ako je sedište jedne ugovorne strane u drugoj državi ili ako u ugovoru postoji neki drugi strani element). U tim ugovorima se, po pravilu, pojavljuju četiri subjekta: prodavac (klijent - ustupilac potraživanja); njegov domaći faktor; dužnik (kupac robe ili korisnik neke usluge u inostranstvu) i korespodentni faktor u zemlji dužnika.

Iz ugovora o faktoringu proizilaze sledeća prava i obaveze:

a) obaveze ustupioca potraživanja, odnosno prava faktora

- osnovna obaveza ustupioca potraživanja je da na faktora prenese određeno ili određena potraživanja (već postojeća ali i buduća potraživanja);

- obaveza ustupioca je da prenese i sporedna prava i garancije u vezi sa ustupljenim potraživanjem;

- ustupilac potraživanja je dužan da faktoru plaća kamatu na korišćenje sredstava kredita do momenta naplate potraživanja ili do roka od kojeg počinje da teče garancija faktora;

- ustupilac (klijent) je dužan da plaća faktoru sve troškove realizacije obaveza iz ugovora;

- ustupilac je dužan da plati ugovorenu proviziju za izvršene usluge.

b) obaveze faktora

- faktor je dužan da naplati, odnosno naplaćuje određena potraživanja (preduzimanjem svih pravnih i faktičkih radnji);

- dužan je da kreditira ustupioca potraživanja (u određenom procentu vrednosti ustupljenogpotraživanja - 80-90%);

- faktor, po pravilu preuzima garanciju da će potraživanje biti naplaćeno, tj. preuzima rizik naplate (tzv. pravi faktoring);

- faktor može preuzeti i druge obaveze tj. razne usluge u vezi sa realizacijom potraživanja (ispitivanje platežne sposobnosti dužnika, vođenje knjigovodstvene evidencije, obračun poreskih obaveza, obračun provizije, vođenje statističkih i drugih administrativnih evidencija, i dr.);

- faktor može preuzeti i druge obaveze tj. obavljanje određenih usluga za ustupioca potraživanja koja nisu direktno vezana za ustupljena potraživanja (istraživanje tržišta, marketinške usluge, i dr.).

Ugovor o faktoringu u našem pravnom sistemu nije zakonski regulisan tako da se na njega primenjuju opšta pravila o ugovorima sadržana u Zakonu o obligacionim odnosima i posebna pravila za pojedine ugovore čiji su elementi uključeni u ugovor o faktoringu kao složenom - mešovitom ugovoru. U međunarodnim odnosima ugovor o faktoringu regulisan je Konvencijom UNIDROIT o međunarodnom faktoringu iz 1988. godine. Faktoring kompanije (kojih ima nekoliko stotina u svetu i koje raspolažu velikim kapitalom, jer su im osnivači banke, osiguravajuća društva, velike akcionarske kompanije i dr.) izradile su svoje opšte uslove poslovanja u kojima su razradile različite modalitete ugovora o faktoringu (u pogledu preuzimanja rizika i garancija, raskida ugovora i sl.).

C. Ugovor o franšizingu je ugovor kojim se davalac franšizinga obavezuje da će vršiti sukcesivno isporuku robe i pružati određene usluge, preneti svoje znanje i iskustvo (know-how) u poslovanju na primaoca franšizinga, a ovaj se sa svoje strane obavezuje da će za to platiti određenu naknadu. Međutim, mnogobrojne vrste franšizinga podrazumevaju i različite sastojke ovog ugovora u zavisnosti o kojoj vrsti ugovora se radi.

To je složeni ugovor koji je sastavljen od više imenovanih ugovora. On najčešće sadrži elemente ugovora o prodaji, ugovora o delu, ugovora o zastupanju, ugovora o ustupanju prava na industrijsku svojinu i drugih ugovora. Davalac franšizinga zaključenjem ovog ugovora stiče mogućnost da proširuje delatnost svog preduzeća, uz mala ulaganja, da prodaje proizvode i usluge pod jednoobraznim uslovima, stvara uslove za povećano ulaganje u istraživačke projekte i marketing, bez stvaranja sopstvene prodajne mreže. Korisnik franšizinga, s druge strane, dolazi do novih tehnologija zahvaljujući znanju i iskustvu davaoca franšizinga (know-how, licence, žiga i drugih prava industrijske svojine). Postoji prometni (poslovni) franšizing i proizvodni franšizing. Cilj prodajnog franšizinga je plasman robe (proizvoda) krajnjem korisniku. Prodaja krajnjem korisniku se

postiže zaključivanjem dva ugovora od kojih se jedan zaključuje između proizvođača i davaoca franšizinga, a drugi između davaoca franšizinga i krajnjeg korisnika. Predmet ugovora je trajna ili sukcesivna prodaja robe, ustupanje prava isključive prodaje sa poslovnim znanjem i iskustvom u njenom plasmanu, ustupanje prava korišćenja trgovačkog imena i žiga. Davalac franšizinga drugoj ugovornoj strani daje na raspolaganje svoju formulu poslovanja, metod plasmana, pravo industrijske svojine za dobar plasman. Primalac franšizinga, za to drugoj strani plaća naknadu koja može biti utvrđena na različite načine, saglasno volji ugovornih strana (jednokratno plaćanje, plaćanje u procentu, sukcesivno plaćanje i sl.). Primalac franšizinga ima obavezu prodaje robe ili vršenja usluga na osnovu naloga i uputstva davaoca franšizinga. Plasman robe i usluga obavlja se pod firmom i poslovnim znakom davaoca franšizinga, a svi učesnici u sistemu, javljaju se kao jedinstvena celina u odnosu na treća lica.

Kod proizvodnog franšizinga davalac franšizinga ustupa izabranom trgovcu pravo plasmana robe i delimične proizvodnje. Primalac franšizinga stiče pravo kontrole proizvodnje i organizuje proizvodnju i prodaju prema poslovnom konceptu i uz pomoć davaoca franšizinga (sistem prodaje koka-kole u više od 130 zemalja). Ugovor o franšizingu je neimenovani, dvostrano obavezan, tipski i formularni, mešoviti ugovor, kojim se ugovaraju sledeće obaveze davaoca franšizinga: da ustupi prodaju određenog proizvoda uz korišćenje trgovačkog imena, znaka, odnosno formule (ustupanje korišćenja firme, poslovnog znaka i drugih oznaka); da korisniku franšizinga ustupi određena znanja i iskustva (know-how); da pruži pomoć oko pronalaženja poslovnog prostora, obrade planova gradnje ili adaptacije, pomoć u upravljanju preduzećem, stavljanje na uvid podataka o tržištu i sl.

Primalac franšizinga ima sledeće obaveze: da obezbedi poslovni prostor i da ga opremi prema zahtevima davaoca franšizinga; da deluje u svoje ime i za svoj račun u odnosima sa trećim licima; da postupa po nalozima i uputstvima davaoca franšizinga; da obezbedi skladištenje robe; da nabavlja robu od davaoca franšizinga ili lica koje on odredi; da plati naknadu za ustupanje prava (npr. 2% do 5% od ukupno ostvarenog prometa za period od jednog meseca, godine i sl.); da omogući kontrolu upravljanja i eksploatacije preduzeća; da izvrši sva potrebna osiguranja i dr. Ugovor o franšizingu nije zakonski regulisan ni u našem ni u uporednom pravu, kao poseban imenovani ugovor. On je tvorevina autonomnog trgovačkog prava pa su stoga njegovi izvori, pre svega, opšti uslovi franšizing kompanija, njihovi tipski i formularni ugovori, dispozitivne norme građanskog i trgovačkog prava, opšti trgovački običaji, sudska i arbitražna praksa.

D. Ugovor o forfetingu, nastao u bankarskoj praksi, predstavlja posebnu vrstu definitivne kupovine nedospelog novčanog potraživanja. Naime, kod tog ugovora forfeter (po pravilu, banka) kupuje od svog komitenta (klijenta) nedospelo novčano potraživanje, uz određeni diskont (na primer 30%), s tim što se odriče prava na regres prema prodavcu ako kupljeno potraživanje ne bude naplaćeno

od dužnika. Iznos diskonta zavisi od dužine roka dospeća i drugih elemenata rizika (svojstva dužnika i dr.).

U ovom pravnom poslu pojavljuju se tri lica: forfeting, njegov klijent i treće lice (dužnik). Forfeting stiče svojstvo poverioca nedospelog novčanog potraživanja i preuzima rizik njegove naplate, uz diskont kupovnu cenu. Ugovor je mešovitog karaktera. Sadrži elemente ugovora o prodaji i kreditu (Jer kreditira prodavca u periodu od zaključenja ugovora do dospelosti novčanog potraživanja). Dakle. na taj ugovor shodno se primenjuju obligaciona pravila o prodaji i kreditu. To je dvostrano obavezan ugovor. On je ugovor intinuitu personae, jer se zaključuje s obzprom na lična svojstva dužnika koji treba nakon izvesnog roka da isplati ugovoreno novčano potraživanje. Ugovor o forfetingu je formalan ugovor - zaključuje se u pismenoj formi i po pravilu je formularni ugovor koji banka izrađuje kao tipski formular.

Po svojoj prprodi, ugovor o forfetingu je aleatoran ugovor jer u momentu njegovog zaključenja neizvestan je efekat prodaje, tj. forfeting preuzima rizik naplate potraživanja od trećeg lica, jer od zaključenja ugovora do naplate potraživanja postoji vremenska distanca (rok dospeća) i pošto forfeter nema pravo regresa prema prodavcu nedospelog potraživanja ako ne uspe da ga naplati od dužnika. Kod ovog ugovora, po pravilu, prodavac (raniji poverilac) odgovoran je samo za postojanje (veritet, istinitost) potraživanja, a ne i za njegov bonitet (naplativost).

Najčešće se ugovor o forfetingu zaključuje u spoljnoj trgovini i to najčešće između domaćeg izvoznika (prodavca potraživanja), inostranog uvoznika (dužnika) i forfetera (kupca potraživanja). Ugovor o forfetingu je neimenovani ugovor, što znači da u našem pravnom sistemu nije regulisan pozitivnim zakonskim propisima. Za razliku od ugovora o faktoringu, ugovor o forfetingu nije regulisan ni na međunarodnom planu. Nastao je kao proizvod razvijene autonomne međunarodne bankarske prakse. Zato se na taj ugovor mogu primeniti opšta pravila Zakona o obligacionim odnosima i posebna pravila koja važe za ugovor o prodaji, ugovor o kreditu, ugovornoj cesiji, otkupu meničnih potraživanja, prenosu prenosivih dokumentarnih akreditiva sa odloženim rokom plaćanja.

9.6. Finansijske specifičnosti lizinga, faktoringa i forfetinga

A) Postoje tri osnovna uslova koje primalac lizinga mora zadovoljiti[932]:

a) Pozitivna ocena boniteta/platežne moći
b) Uplata učešća i naknada
c) Ispravno predata sredstva obezbeđenja plaćanja

Za fizička lica posebno je interesantan leasing za putnička vozila. Međutim, za fizička lica važe posebni uslovi:

Trećina plate mora da pokrije mesečnu ratu za predmet leasinga i mesečno kasko osiguranje, ukoliko se osiguranje otplaćuje u ratama. U suprotnom, traži se

[932] Dr A. Rovčanin, Upravljanje finansijama, Ekonomski fakultet, Sarajevo, 2001.

jamac i procenjuje se zbir njihovih zarada (jamac može biti član porodice).Rok otplate može biti od jedne do pet godina.

Učesnici u poslu su:

a) Primalac lizinga - ekonomski vlasnik predmeta lizinga.
b) Davalac lizinga - zadržava pravo vlasništva nad predmetom lizinga.
c) Isporučilac - isporučuje predmet lizinga.

1. Finansijski razlozi - nije svako preduzeće ili pojedinac u mogućnosti da kupi opremu neophodnu za pokretanje, proširenje ili modernizaciju sopstvenog poslovanja. Ne raspolaže svako preduzeće adekvatnim sredstvima koje bi moglo da ponudi kao obezbeđenje za bankarske kredite. Leasing predstavlja odgovor na takve probleme tako što pruža mogućnost primaocima leasinga da pribave neophodnu opremu.[933]

2. Ekonomičnosti i pogodnosti - korisnici predmeta leasinga plaćaju leasing rate iz profita ostvarenog po osnovu korištenja predmeta leasinga. Veoma često leasing obezbeđuje 100% finansiranja za projekat.

3. Leasing se najčešće nudi bez dodatnih sredstava obezbeđenja - iz razloga što je davalac leasinga pravni vlasnik predmeta leasinga. U privredama u tranziciji se često traži i dodatno obezbeđenje, ali je ono u ovom slučaju daleko manje nego kod tradicionalnog bankarskog kreditiranja.

4. Brza obrada zahteva - iz razloga što dodatno obezbeđenje najčešće nije potrebno, leasing može biti ugovoren daleko jednostavnije i brže nego klasični bankarski kredit. Odluka se donosi u većini slučajeva (u zavisnosti od procene boniteta) na osnovu sposobnosti potencijalnog primaoca leasinga da izvršava svoje mjesečne obaveze koje proizilaze iz ugovora o leasingu.

5. Fleksibilnost - leasing daje mogućnost da se započne ili razvije biznis sa minimalnim početnim ulaganjem. Plan otplate leasing rata može biti podešen tako da odgovara specifičnim potrebama korisnika leasinga. Preko davaoca leasinga se često mogu obezbediti dodatne usluge kao što su povoljnije održavanje mašina i opreme, što se ne može očekivati u slučaju bankarskog kreditiranja.[934]

6. Leasing smanjuje rizik kupovine trajne imovine koja je zastarela.

7. Leasing omogućava veću troškovnu elastičnost, elastičnost u proizvodnom programu i asortimanu proizvoda, povećava konkurentsku sposobnost, smanjuje fiksne troškove po jedinici proizvoda i povećava efikasnost poslovanja.

8. Leasing podstiče tehničko tehnološki napredak, jer prisiljava davaoca leasinga da obračunava amortizaciju po kriteriju ekonomskog zastarevanja koja mu treba omogućiti brzu zamenu imovine date u leasing.

9. Leasing aranžmani su u načelu skuplji od kupovine imovine iz vlastitih sredstava.

---

[933] Ibidem.
[934] Ibidem

10. Leasing može nepovoljno delovati na tehničko - tehnološki napredak, ako davalac leasinga snižava cene zakupa tokom vremena korišćenja imovine i na taj način navodi korisnika da se koristi zastarelom opremom ili tehnologijom.[935]

11. Neplanirani prekidi leasing ugovora pre isteka rokova zakupa, (jer davalac leasinga može imovinu prodati, a korisnik nije u mogućnosti da je kupi ili nije zainteresovan) mogu izazvati ekonomsku štetu, odnosno gubitak za korisnika.

12. Ukoliko visina isplate nije pravilno utvrđena s obzprom na najam, troškove, kamate, poduzetničku dobit, vremensku vrednost novca, vreme plaćanja (unapred ili unazad za određeno razdoblje), štete mogu nastati i kod davaoca i kod korisnika leasinga.

B) Faktoring firma, iza koje stoje jake finansijske organizacije, ne samo da raspolaže kapitalom već i mogućnostima da realno proceni tržišnu vrednost određenog potraživanja tj. da proceni stepen konvertibilnosti vrednosnih papira u gotov novac. Faktoring je posao kratkoročnog finansiranja robnih potraživanja na osnovi fakture i robnih dokumenata.

Faktoring (engl. factoring) je posao kratkoročnog finansiranja putem prodaje potraživanja. Faktoring je specijalizovana firma koja se često poslovno povezuje u multinacionalne kompanije za faktoring u koje se uključuju i banke, bankarska holding preduzeća, osiguravajuća društva i mnoge druge finansijske organizacije. Naime, privredni subjekti često imaju značajna potraživanja koja još nisu dospela za plaćanje ili se po isteku roka dospeća iz bilo kog razloga ne mogu da naplate. Međutim, ukoliko su privrednom subjektu potrebna novčana sredstva tada se obraćaju faktoring firmi da im proda ta poraživanja.

Uobičajeni rokovi finansiranja u poslovnoj praksi su:[936]

• 30 do 90 dana do dospeća potraživanja

• Rokovi za međunarodni faktoring su duži (150- 180 dana)

Faktoring firma za svoju uslugu zaračunava faktoring proviziju. Visina provizije određena je ukupnim prometom, prosečnom svotom svih računa, brojem i postojanošću kupaca, kao i prosečnim rokom potraživanja. Za preuzimanje komercijalnog rizika i avansiranja plaća se posebna naknada.

C) Forfeting (engl. forfaiting) je specifičan oblik dugoročnog finansiranja novijeg datuma koji se daleko više upotrebljava u poslovanju sa inostranstvom za refinansiranje izvoznika, nego u zemlji (premda nema nikakvih razloga da se više ne upotrebljava u zemlji). Forfeting označava izvor finansiranja izvoznih kredita koje se realizuje putem prodaje izvoznog potraživanja banci uz prezentiranje dokumenata na osnovu kojih se garantuje otplata duga uvoznika, dakle to je oblik

[935] Ibidem.
[936] Ibidem.

exportnog finasiranja. Banka kupuje izvozno potraživanje koje je izvoznik stekao prema svom inostranom kupcu. Forfeting, takođe, označava:[937]

1. kupovinu potraživanja izvoznika prema inostranstvu bez prava regresa prema prodavaocu u slučaju nemogućnosti naplate o dospeću;

2. instrument finansiranja međunarodne trgovine bezregresnom prodajom potraživanja uz odgovarajuće instrumente osiguranja;

3. diskontovanje kupovine, uz naplatu određene premije (diskonta), određenog potraživanja bez prava na regres.

Instrumenti forfetiranja su akceptirane i avalirane menice što su ih izdali kreditno sposobni kupci uz klauzulu "bez prava regresa". U procesu forfetiranja rokovi dospeća potraživanja su duži od 90-180 dana, uobičajenih u poslovima faktoringa, i odnose se na rokove od 6 meseci do 5 (ili čak 7) godina.

FAKTORING vs FORFETING[938]

	Faktoring	**Forfeting**
Nosilac posla	Drugi poslovni subjekti	Najčešće banka
Ročnost potraživanja koja se prodaju	Od 30 do 120 dana (kratkoročna)	Od 3 do 7 god. (srednjoročni i dugoročni)
Poslovni odnos	Trajnija saradnja	Samo jedno potraživanje
Nastanak potraživanja	Češće sa domaćeg tržišta, kao i međunarodno	Spoljno-trgovinsko poslovanje
Cena	Jeftiniji posao	Skuplji posao (kamata, veći troškovi i bankarska provizija)
Rizik i pravo na regres	Manji rizik, sa ili bez prava na regres	Veći jer je VT poslovanje, bez prava regresa

• Transakcija finansijskog leasinga jeste transakcija u kojoj davalac leasinga sklapa pismeni sporazum sa korisnikom leasinga koji dodeljuje korisniku leasinga pravo posedovanja i korišćenja predmeta leasinga na dogovoreni vremenski period, a zauzvrat korisnik leasinga plaća utvrđene rate. Davalac leasinga prenosi vlasništvo nad predmetom leasinga tek po isteku ugovora o leasingu ili korisniku leasinga daje mogućnost kupovine predmeta leasinga po ceni za koju se očekuje da će biti znatno niža od njegove prave vrednosti na dan kada ova opcija bude sprovodiva.

• Davalac leasinga jeste pravno lice registrovano kao deoničarsko društvo ili društvo sa ograničenom odgovornošću za aktivnosti sklapanja transakcije finansijskog leasinga, koje korisniku leasinga daje ovlašćenja da predmet leasinga

[937] Ibidem.
[938] Preuzeto iz „Upravljanje flnansijama", III izdanje, prof. dr Adnan Rovčanin.

koristi na ugovoreno vreme i uz ugovorenu naknadu zadržavajući pri tome pravo svojine nad predmetom leasinga.

• Primalac leasinga predstavlja lice (pravno ili fizičko) koje na ugovoreno vreme i uz ugovorenu naknadu od davaoca leasinga uzima predmet leasinga na korišćenje.

• Operativni leasing jeste oblik leasing posla kod koga je uobičajeno da vlasništvo opreme ostaje davaocu leasinga i nakon isteka ugovora o leasingu i da je vreme trajanja ugovora značajno - kraće nego procenjeni ekonomski vek trajanja opreme.

• Finansijski leasing jeste oblik leasing posla kod koga je uobičajeno da nad predmetom leasinga po isteku ugovora o leasingu automatski prelazi na primaoca leasinga i da je trajanje ugovora o leasingu - uporedivo sa procenjenim ekonomskim vekom opreme.

• Leasing rata predstavlja iznos plaćanja koji primalac leasinga po osnovu korišćenja predmeta leasinga periodično plaća davaocu leasinga prema uslovima navedenim u ugovoru o leasingu.

• Novčani tok (Cash-flow): za razliku od iznosa dobiti koja se u bilansima preduzeća pojavljuje kao čisto računovodstvena kategorija, izveštaj o novčanom toku prikazuje sva priminja i izdavanja novca i samim tim predstavlja pravu sliku novčanih sredstava kojima preduzeće raspolaže. Leasing kompanije svoje odluke o odobravanju leasinga donose upravo na osnovu projekcije budućeg novčanog toka potencijalnog korisnika leasinga.[939]

• Sale and leaseback predstavlja kupovinu predmeta leasinga od klijenta i davanje na leasing istog nazad klijentu; dok je

• Cross-border leasing transakcija koja se vodi kao cross-border transakcija kada davalac leasinga (leasing kompanija) i primalac leasinga imaju sedište u različitim sistemima.

• Operativni trošak (trošak obrade): trošak koji je neophodan da bi finansijska ustanova ili firma obavili zadane zadatke. Može biti definisan i kao ukupni trošak poslovanja, a sastoji se od varijabilne i fiksne komponente. Varijabilna se menja s skupom aktivnosti, dok fiksna opterećuje troškove bez obzira na to da li firma radi ili ne.

10. FINANSIJSKO TRŽIŠTE U TEORIJI I PRAKSI

U finansijskoj teoriji i praksi egzistiraju tri paralelna modela finansiranja investicija (i potraživanja), i to: (1) Metod samofinansiranja (interno finansiranje) koji upotrebljava sopstvene fondove za finansiranje ulaganja i rashoda, (2) Metod direktnog finansiranja koji između štediša i investitora uspostavlja neposredni retransfer finansijskih fondova i (3) Metod indirektnog finansiranja koji između investitora i štediša ubacuje posredničke finansijske institucije u retransferu

[939] Ibidem

finansijskih fondova. "Finansijsko tržište predstavlja organizovani metod transfera akumulacije i novčanih fondova između ekonomskih jedinica sa suficitom i jedinica sa deficitom finansijskih fondova. Na ovaj način se povezuju subjekti, institucije i sektori sa asimetričnim finansijskim pozicijama u cilju optimalnog premošćivanja i usklađivanja tokova formiranja dohotka, štednje. investicija i potrošnje. Jedinice, institucije i sektori koji formiraju veći agregatni dohodak u odnosu na agregatnu potrošnju definišu se kao štediše i pojavljuju se na tržištu ponude finansijskih resursa. Na suprotnoj strani imamo subjekte, institucije i sektore koji formiraju veći nivo agregatne potrošnje u odnosu na dohodak i usled toga se pojavljuju na tržištu tražnje za finansijskim sredstvima. Zadatak finansijskog sistema jeste izgradnja institucija, instrumenata i mehanizama, preko kojih će se efikasno i racionalno transferisati akumulativni i novčani fondovi i kojima će se obezbediti optimalna alokacija fiksiranog nivoa društvene akumulacije. Na finansijskom tržištu se obezbeđuje usklađivanje finansijskih sa planiranim realnim tokovima. optimalno korišćenje ekonomskih potencijala i uravnoteženje agregatnih bilansa na svim nivoima ekonomskih jedinica. U sledećoj jednačini se može dati ilustracija ravnoteže između totalnih izvora fondova i totalne upotrebe fondova:[940]

$$D+DEF=C+I+DFPL$$

Ova jednačina je izvedena iz osnovne relacije između štednje. investicija, potrošnje i finansijskih transfera, preko kojih se zatvaraju inicijalne neravnoteže između realnih agregata. U okviru jednačine zbir agregatnog dohotka (D) i priliva finansijskih resursa (EF) čini ukupne izvore za finansiranje tekuće potrošnje (C). investicija (I) i povećanja finansijske aktive (FPL). Bilansno posmatrano uvek postoji ravnoteža između izvora i korišćenja resursa, dok faktički finansijsko tržište deluje na funkcionalno uravnotežavanje fondova.

U teoriji i praksi razlikuje se primarno i sekundarno tržište. Sekundarno finansijsko tržište anglobira retransfer postojećih vrsta (oblika) finansijskih aktiva putem kojih se osigurava likvidni momeng (a ne odgovarajuća stopa prinosa kao kod primarnog finansijskog tržišta). Primarno finansijsko tržište reflektuje kupoprodaju inicijalnih hartija od vrednosti u vidu direktnih transfera vrednosnih hartija (kada banka ulaže svoje finansijske fondove u vrednosne papire investitora), odnosno u vidu indirektnih transferisanja hartija od vrednosti (investitora preko specijalizovanih finansijskih ustanova). "Konvencionalna podela finansijskih tržišta jeste razlikovanje tržišta kredita i tržišta vrednosnih hartija. Kreditno tržište je personalizovanog karaktera pošto se transfer sredstava vrši na osnovu direktnog ugovaranja kreditora i debitora. Tržište vrednosnih hartija je impersonalizovano ili otvoreno, pošto se krajnji kupci i prodavci ne moraju sučeljavati i poznavati zato što najčešće transfer obavljaju brokeri ili dileri kao specijalizovani posrednici.

[940] Dr S. Jogoši, Bankarstvo, Naučna knjiga. Beograd, 1990. st. 19. Dr. S. Komazec, dr Ž. Ristić, Finansijska tržišta i berze, Čigoja, Beograd. 1997.

Međutim, ovaj kriterijum realizovanja nije potpuno zadovoljavajući pošto se jednom odobreni krediti mogu prodavati između finansijskih institucija, kao što i kupoprodaja vrednosnih hartija ponekad može biti obavljena između poslovno povezanih subjekata ili nistitucija. Finansijsko tržište se najčešće deli na novčano i kapitalno, gde su osnovni kriterijumi distinkcije ročnosti i namena transferisanih resursa. Novčano tržište obuhvata transfer kratkoročnih resursa ili finansijskih instrumenata, čija dospelost se kreće u granicama od godine dana. Tržište kapitala obuhvata transfer dugoročnih finansijskih instrumenata i resursa sa dospelošću iznad godine dana. Iza naizgled konvencionalne podele krije se fundamentalno razlikovanje transfera finansijskih sredstava prema izvorima. kvalitetu i nameni korišćenja. Kvalitetno različita finansijska sredstva struje na dva paralelna tržišta

i samo strogo određeni delovi ukupnih sredstava mogu biti preliveni između njih. Finansijsko tržište u najširem smislu treba posmatrati kroz sledeđa tri paralelna tržišta: novčanog, kreditnog i tržišta kapitala. Osnovni zadaci novčanog tržišta jesu snabdevanje procesa reprodukcije zadovojavajućim iznosima likvidnih sredstava, odnosno novčano podmazivanje privredne mašinerije. Ukupan likvidni potencijal privrede i banaka obezbeđuje se na osnovu kreiranja primarnog novca, superkratkoročnog kreditnranja između poslovnih baiaka. kratkoročnog bankarskog kreditiranja privrede i međukreditiranja privrede. Jednačina povećanja likvidnog potencijala makroekonomskog sistema (LP) dobija se na osnovu sinteze sledećih varijabli:

DLP=DB+DBKK+DKKP+DMK

Sumarni i međusobno povezani prirast primarnog novca (B), kratkoročnih pozajmica između banaka (BKK), kratkoročnih kredita privredi (KKP) međukreditiranja u privredi (MK) daje prirast ukupnog likvidnog potencijala sistema. Prve tri kategorije se odnose na rast bankarskog novca, dok se četvrt kategorija odnosi na privredni (nebankarski) novac, pri čemu treba da postoje ravnotežni odnosi u pogledu kvantitativnog i strukturnog rasta likvidnog potencijala makroekonomskog sistema. Kvantitativni rast likvidnog potencijala se usklađuje prema rastu osnovnih realnih kategorija kao što su proizvodnja, promet, ukupan prihod, ali je važan uticaj i usavršavanje tehnologije plaćanja i finansijske discipline. Sa druge strane, povećanje likvidnog potencijala predstavlja polugu u formiranju agregatne tražnje markoekonomskog sistema, usled čega je veoma važno da monetarni sistem obezbeđuje optimalni rast monetarnih i kreditnih izvora likvidnosti".[941]

Kreditno tržište reprezentuje tržnšnu mobilizaciju i alokaciju finansijskih resursa u realnoj sferi reprodukcije. Banke i finansijske institucije podstiču mobilizaciju akumulacnonih fondova. posreduju u povezivanju investitora i štediša, i kanališu finansijske resurse u privredne paktove sa garantovanim prinosima. Zato se kreditno tržište i smatra specijalnim finansijskim putem za selektivio finansiranje fiksnih investicija i trajnih obrtnih sredstava. "Ravnoteža kreditnog tržišta

[941] Ibidem. st. 20-21.

bi se uspostavljala na osnovu kombinovanog delovanja stope prinosa od investicionog projekta, stope participacije debitora i kamatne stope. U uslovima pravilne distribucije stopa prinosa i odgovarajućeg nivoa kamatne stope, izbor pravca kreditnih plasmana bio bi vezan za pomeranje stope participacije. Prihvatanje većih kamatnih stopa predstavlja upozoravajući signal za identifikovanje kreditno nesposobnih subjekata, pošto postoji inverzna povezanost između stopa prinosa investicionih projekata i spremnosti da se prihvata veći nivo kamatne stope. Međutim, pozitivna korelacija između stopa prinosa i stopa partncipacije predstavlja glavni kriterijum za konfiguraciju kvaligetnih i nekvalitetnih investitora.

Otuda, osnovni selekcioni instrumenti treba da budu rastuća stopa participacije i prinosa, sa fiksiranom kamatnom stopom. na osnovu čega bi se uspostavljala neophodna ravnoteža na kreditnom tržištu. Ispod usvojenog nivoa participacije i prinosa investicpoiog projekta ne bi mogao biti dozvoljen pristup na kreditno tržište.

Na tržištu kapitala postoji prelivanje dugoročnih finansijskih resursa uz odgovarajuće tržišne i finansijske uslove i bez posredovanja specijalnih finansijskih institucija. Ovde imamo direktno finansijsko povezivanje štediša i investitora kao antinodnih subjekata. zasnovano na mikroekonomskim ocenama subjekata u optimalnoj distribuciji ukupne finansijske aktive i o optimizaciji izvora finansiranja investicija. Klasično posredovanje banaka i kreditnog odnosa ne postoji i otuda ne postoji ni organizovani metod ocenjivanja, praćenja n konktrole stepena efikasnosti alociranih sredstava. Pokretačka i motivaciona poluga za transfer kapitala jesu odgovarajuće diferencije između kretanja kamatne stope, stope prinosa na vrednosie hartije i stopa prinosa investicionih projekata i odgovarajuća cena hartija. Regulativni mehanizmi po pravilu se aktiviraju ex post kada se na osnovu opadanja tržišne vrednosti hartija otkriva, na primer, pogrešna investiciona ili poslovna politika privrednog subjekta ili pak kada se dobre poslovne performanse investitora potvrđuju preko povećanja tržišnih cena hartija. Preko divergentnih procesa formiranja cena hartija i oscilacija u nivoima stopa prinosa, tržišni sistem ulazi u ravnotežne zone, ali je bitno da u tranzitornim periodima može dolaziti do rasipanja društvenog kapitala. U uslovima poremećenih makroekonomskih i privrednih bilansa transferi kapitala preko tržišta mogu dovesti do srazmerno većih gubitaka društvene akumulacije."[942]

11. KAPITAL INKORPORISANOG PREDUZEĆA

Finansijska struktura inkorporisanog preduzeća je po pravilu diversifikovana, budući da odnos sopstvenih i pozajmljenih izvora finansiranja reflektuje strukturu pasive bilansa stanja. Struktura kapitala preduzeća faktički reprezentuje finansijsku strukturu, koja je determinisana obimom i vrstom poslovne aktivnosti

[942] Ibidem, st. 23.

preduzeća, karakterom poslovnih ulaganja (dugoročnih, kapitalnih), nivoom finansijskog rizika, kreditnim bonitetom firme, itd. "Sopstveni izvori finansiranja inkorporisanog preduzeća mogu da budu eksterni i interni. Eksterne izvore predstavlja akcijski kapital koji je uplaćen od strane akcionara kao legalnih vlasnika preduzeća, dok se interni izvori u preduzeću koje normalno živi i radi sukcesivno formiraju na bazi redovnog poslovanja. U interne izvore spadaju, prema tome, akumulisani dobitak i amortizacija. Periodične naknade na ime amortizacije nisu, međutim, interesantne sa stanovišta izučavanja i komponovanja strukture kapitala, jer ne figurišu kao izvor finansiranja u bilansnom smislu, iako predstavljaju vrlo značajan interni priliv finansijskih sredstava. pogotovo u velikim preduzećima koja imaju srazmerno visoka ulaganja u fiksnu imovinu".[943]

U tom sklopu. akcioni kapital formira se po pravilu emisijom i prodajom "običnih" akcija. Ove akcije na tržištu hartija od vrednosti imaju svoju nominalnu vrednost. Prodate akcije po nomilali predodređuju tzv. knjigovodstvenu vrednost akcionog kapitala u pasivi bilansa inkorporiranog preduzeća.Kupci običnih akcija postaju akcionari koji se smatraju legaliim suvlasnicima preduzeća srazmerno broju akcija koje poseduju. Međutim. za razliku od vlasnika inokosnih ili ortačkih preduzeća. akcionari obično nisu i preduzetnici. Mada putem prava glasa. Srazmerno broju kupljenih akcija dobijaju formalnu mogućnost da aktivno utiču na kreiranje i vođenje poslovne politike preduzeća, kod velikih javnih korporacija ta mogućnost ostaje praktično neiskorišćena s obzirom da za sada ne postoje pogodne javne i organizacione firme putem kojih bi akcionari mogli delovati kao homogena celina. Zbog toga se poslovi upravljanja preduzećem neminovno prenose i poveravaju profesionalnim organima upravljanja odnosno direktorima koje bira i postavlja skupština akcionara."[944]

Akcionari jesu kupci i povlašćenih (presferencijalnih) akcija, koje inkorporisana preduzeća emituju uporedo sa običnim akcijama. Ove preferencijalne akcije imaju po definiciji prioritetno pravo na učešće u dobiti nakon oporezivanja (što nije slučaj sa običnim akcijama). Dividenda koja pripada vlasnicima povlašćenih akcioni jeste u pravijlu limitirana, odnosno utvrđena u fiksiom iznosu u odnosu na nominalnu vrednost akcija. No, bez obzira da li akcioniski kapital potiče od običnihpreferencijalnih akcija, valja istaći činjenicu da se on ipak smatra premanentnim (stalnim) izvorom finansiranja inkorporisanog preduzeća. koji gotovo i da nema konačni rok dospelosti. "Sa stanovišta običnih akcionara kao konačnih vlasička preduzeća, preferencijalne akcije su veoma slične dugoročnom dugu s obzprom da imaju prioritetnije pravo na dobitak i sredstva i ograničena prava po pitanjima upravljanja. Gledano, pak, očima poverilaca, između preferencijalnih i obnčnih akcija nema nikakve bitne razlike s obzirom da, u odnosu na njih, i obični i povlašćeni akcionari imaju status vlasnika. Konsekventno tome. kapital od preferencijalnih akcija može se klasifikovati kao izvor sopstvenih sred-

[943] Dr D. Krasulja, Poslovne finansije, Ekonomeki fakultet, Beograd, 1986. st. 5.
[944] Ibidem. st. 6.

stava korporacije ili dugoročni dug, zavisno već od toga u koje svrhe se klasifikacija vrši. Za potrebe komponovanja finansijske strukture ta klasifikacija je izvanredno značajna. Ako se kompozicija finansijske strukture posmatra sa tačke gledišta poverilaca, preferencijalne akcije se mogu klasifikovati kao izvor sopstvenih sredstava preduzeća. Naprotiv, ako se na finansijske efekte koji proističu iz, manje ili više, uspešno komponovane finansijske strukture gleda očima običnih akcionara, akcioni kapital od preferencijalnih akcija može da bude tretiran i kao dugoročni dug".[945]

Lukrativnost jeste centralni motiv ponašanja akcionara, koji permanentno teže da maksimiraju prinos na ulaganja. Taj prinos mora biti jednak poslovnom dobitku korporacije, koji se umanjuje za iznos kamate na dugove, za iznos poreza na dobit i za iznos preferencijalnih dividendi. Ostatak od tog prinosa mora biti akumulisan za dalji rast preduzeća i reprezentuje tzv. akumulnsani dobitak u bilansu stanja. U osnovi, radi se o sopstvenom kapitalu koji je nastao iz redovnog poslovanja firme (kao interni izvor finansiranja kapitalnih ulaganja). "Akumulisani dobitak, kao kumulativna razlika između periodičnih neto dobitaka i isplaćene dividende, ne označava ni u kom slučaju raspoloživu gotovinu sa stanovišta cirkulacije sredstava kroz proces poslovanja... U tom smislu, kapitalizacija akumulisanog dobitka označava samo formalno i oficijelno obnarodovanje, odluke organa upravljanja da srazmeran iznos povećanja sredstava iz redovnog poslovanja treba da ostane u preduzeću kao deo permanentnnh poslovnih ulaganja i da nije raspoloživ za isplatu dividendi".[946]

Celokupni akumulisani (kapitalni) dobitak po pravilu ne ide na dividende, budući da njihov jedan deo menadžeri firme kanališu na račune rezervi u bilansu stanja (namensko rezervisanje dobitaka). "Rezerve za ekspanziju označavaju ovaj deo akumulisanog dobitka koji je namenjen ulaganju u nova sredstva. Rezerve za slučaj neizvesnosti izražavaju procenu organa upravljanja da će određena sredstva biti potrebna za neredovne svrhe ili izmirenje mogućih obaveza koje još nemaju status prave pasive (retroaktivno povećanje plata i nadnica. izgubljeni sudski sporovi itd.). Rezerve za mogući pad vrednosti zaliha namenjene su pokriću gubitaka koji se očekuje zbog prodaje zaliha po nižoj ceni u odnosu na njiihovu vrednost koja je iskazana u bilansu stanja. Rezerve za povlačenje hartija od vrednosti indikuju, pak, namenski izvor izdvojenih sredstava koja se akumuliraju po određenom sistematskom planu za povlačenje obveznica ili ireferencijalnih akcija o rokovima njihovog dospeća, i slično".[947]

Periodične naknade troškova amortizacije iz prihoda od realizacije proizvoda i usluga zajedno sa akumuliranim dobitkom jesu interni izvori finansijskih sredstava iz redovnog poslovanja (izvor samofinansiranja firme). U stvari, periodične naknade reflektuju transformaciju fiksne imovine i obrtna sredstva, od-

[945] Ibidem, st. 9.
[946] Ibidem, st. 11-12
[947] Ibidem, st. 12.

nosno gotovinu u toku poslovnog ciklusa. "Otuda, u računovodstvu amortizacija predstavlja prosto trošak poslovanja koji rezultira iz otpisivanja dugoročnih ulaganja u fiksnu imovinu na interne obračunske periode unutar ukupnog veka trajanja odnosne imovine. Cilj otpisivanja treba tražiti prvenstveno u vremenskoj lokaciji za potrebe utvrđivanja periodičnog finansijskog rezultata. Zbog toga se amortizacija, zajedno sa ostalim troškovima poslovanja, tretira kao redovan rashod u bilansu uspeha koji se naknađuje iz prihoda od realizacije proizvoda i usluga pre utvrđivanja poslovnog i neto dobitka... Do stvarne upotrebe finansijskih sredstava dolazi isključivo prilikom nabavke fiksne imovine a tekući otpisi na ime amortizacije predstavljaju samo računovodstvenu operaciju kojom se konstatuje smanjenje nabavne vrednosti odnosne imovine na teret troškova poslovanja iza koga ne stoji nikakvo kretanje kapitala odnosno upotreba finansijskih sredstava. Drugim rečima rashodovanje amortizacije na teret ostvarenih prihoda ne odražava istovremeno i neposredno izdatak finansijskih sredstava tako da sredstva koja su dobijena prodajom proizvoda i usluga ostaju preduzeću na raspolaganju u visini troškova amortizacije. To je jedini razlog što se u analizi i planiranju finansijskih tokova akumulirani dobitak uvećan za amortizaciju tretira kao izvor finansijskih sredstava koji se ostvaruje na bazi redovnog poslovanja. Time se, međutim, još ništa decidno ne kaže o načinu korišćenja tih sredstava. Sasvim je dovoljno pretpostaviti da zamena fiksne imovine ima prioritetno pravo na upotrebu finansijskih sredstava pribavljenih iz amortizacije ali to nikako ne isključuje mogućnost da se ta sredstva alternativno koriste i za druge svrhe".[948]

Struktura kapitala jeste uži pojam od finansijske strukture, budući da strukturu kapitala preduzeća komponuju i sopstveni izvori finansiranja i pozajmljeni izvori finansiranja (u koje spadaju kratkoročni, srednjeročni i dugoročni dugovi). U tom kontekstu, valja konstatovati da svi dugovi koji dospevaju u kraćem vremenskom periodu od godinu dana predstavljaju kratkoročne obaveze. Ovi dugovi, zbog svog dospeća u kratkom roku, faktički i ne mogu biti izvor finansiranja kapitalnih ulaganja. Dugovi koji pak dospevaju sa rokom od preko pet odnosno od preko desetak godina jesu srednjeročni ili dugoročni dugovi, koji se koriste za finansiranje kapitalnih ulaganja dugoročnog karaktera.

U tom kontekstu, obveznice jesu najzastupljeniji oblik dugoročnog duga inkorporisanog preduzeća. "Obveznica je certifikat, obično prenosiv, koji obećava držaocu da će mu - biti plaćena određena suma novca, od npr. $ 1.000, na određeni dan plus kamata po navedenoj stopi u toku veka trajanja duga. Obveznice se koriste kao pogodna forma da se dugoročne potrebe za kapitalom razbiju u manje delove što omogućava preduzeću da prodajom obveznica prikupi znatno veće sume novca nego što bi ga moglo dobiti iz samo jednog kreditnog izvora. Uslovi zaduživanja predviđaju se ugovorom između preduzeća i držalaca obveznica kao njegovih poverilaca. Taj ugovor se obično sastavlja u pismenoj formi i reguliše detaljno prava poverilaca i obaveze dužnika u pogledu dospelosti glavnice duga.

[948] Ibidem, st. 13-14.

plaćanja kamate, zalaganja imovine u cilju obezbeđenja duga, eventualnih restrikcija na moguće akcgoije dužnika u veku trajanja duga i sl. Ugovorom o emisiji obveznica preduzeće preuzima na sebe praktično dve vrste budućih izdataka: jedni se odnose na otplatu glavnice duga na dan njegovog dospeća, drugi pak. proističu iz periodičnih rashoda na ime kamate koji se najčešće obračunavaju polugodišnje u fiksnom procentu na nominalni iznos duga. Zavisno već od toga koja se kamatna stopa može smatrati atraktivnom budućim kupcima obveznica, organi upravljanja preduzeća donose odluku o visini nominalne kamate koja će biti ponuđena u ugovoru o emisiji. S tim u vezi važno je zapaziti, međutim, da stvarni troškovi kamate na iznos duga zavise od tržišne cene obveznica koja nije uslovljena nominalnom već efektivnom kamatnom stopom na tržištu kapitala. Ako je efektivna kamatna stopa jednaka nominalnoj, odnosno navedenoj na licu obveznice, tržišna cena obveznica neće odstupiti od njihove nominalne vrednosti. Ako je, pak, efektivna kamatna stopa veća od nominalne, emitovane obveznice će se prodavati uz diskont. odnosno po ceni koja je niža od nominalne vrednosti. I obrnuto, kada je efektivna kamatna stopa niža od nominalne, obveznice će biti prodavane uz premiju tj. po ceni koja je veća od nominalne vrednosti. Takav način formiranja cena obveznica polazi od njihove sadašnje vrednosti za potencijalne kupce kao ulagače, što pretpostavlja diskontovanje budućih primanja, kamate i glavnice. koji se mogu realizovati kupovinom obveznica. Vrednost obveznice za ulagače zavisi od prinosa do dana dospeća koji bi on mogao da ostvari na drugim obveznicama uporedivog rizika koje se istovremeno nude na tržištu. Prinos do dana dospeća jednak je kamatnoj stopi koju ulagač može da dobija ako kupi obveznicu po datoj ceni, drži je do dospeća, a zatim naplati nominalnu vrednost od dužnika”.[949]

12. CENA KAPITALA PREDUZEĆA

12.1. Tržišna cena kapitala preduzeća

Cena kapitala je od izuzetnog značaja sa stanovišta donošenja investicionih odluka i ekonomske evaluacije finansijskih odluka preduzeća (tj. ocene efektivnosti kapitalnih ulaganja). U tom sklopu, cena kapitala reprezeituje donju granicu rentabiliteta kod raigiranja investicionih projekata pomoću metoda interne stope prinosa, i diskontnu stopu pomoću koje se očekivani prinosi od kapitalnih ulaganja svode na sadašnju vrednost alternativa. No, cena kapitala, isto tako, reprezentuje indikator uspešnosti komponovanja finansijske strukture inkorporisanog preduzeća (tzv. struktura kapitala). U tom kontekstu, cena kapitala jeste “diskontna stopa sa svojstvom da Uaganja uz stopu dobitka iznad (ispod) ove stope povećavaju (smanjuju) vrednost preduzeća” (Johanson).

[949] Ibidem, st. 16. i 18.

U suštini, tržišna cena kapitala nije sporna, jer je u ekonomskoj teoriji jasna finansijska kategorija. “Reklo bi se, naime, da je to kamatna stopa, uvećana za eventualne troškove angažovanja duga, koji se moraju platiti za korišćenje pozajmljenog novca. Za svrhe donošenja investicionih odluka, međutim, takva definicija ima mali, ili nikakav, praktični značaj. Napred je već objašnjeno da inkorporisanom preduzeću najčešće stoji na raspolaganju čitava skala eksternih izvora finansiranja, bilo da su to različiti oblici čistog duga, na koji se plaća kamata ili, pak. dodatne emisije običnih ili preferencijalnih akcija, kao specijalnih izvora sopstvenog kapitala, čija je cena prevashodno determinisana očekivanim prinosima u vidu dividende. Cene tih eksternih izvora finansiranja ne samo da se formiraju po različitim kriterijumima, nego se i njihov relativni odnos menja sa proticanjem vremena, u zavisnosti već od oscilacije ponude i tražnje za finansijskim sredstvima na tržištu kapitala, kao i od prethodno formirane finansijske strukture preduzeća, koja uslovljava njegov kreditni bonitet, odnosno sposobnost animiranja eksterne ponude kapitala. Kada je ta ponuda veća od tražnje, efektivna kamatna stopa na tržištu kapitala je niža, zbog čega se emisija obveznica može pokazati kao najjeftiniji izvor finansiranja tekućeg plana kapitalnih ulaganja. Međutim, da li je to stvarno tako, zavisi i od postojeće finansijske strukture odnosno strukture kapitala konkretnog preduzeća. Ako se ono ekstenzivno zaduživalo u prošlosti, dodatna emisija obveznica može tako da promeni odnos dugoročnog duga prema sopstvenim izvorima u strukturi kapitala da će ih tržište prihvatiti po nižoj ceni od njihove nominalne vrednosti, odnosno kamatnoj stopi koja je veća od nominalne. Razlog tome treba tražiti, svakako, u povećanom riziku ulaganja u takvo preduzeće čiji barometar predstavlja strukturu njegovog kapitala. Analogno tome, tržišna cena novog kola akcija ne zavisi samo od očekivanog dobitka i dividende po jednoj akciji, nego i stepena zaduženosti preduzeća, koji determiniše rizik ulaganja običnih akcionara kao njegovih definitivnih vlasnika. Zato se i permanentno održavanje “zdrave” finansijske strukture smatra veoma značajnim aspektom formiranja cene kapitala preduzeća. Ovo ne samo zbog toga da bi se obezbedili niži prosečni troškovi finansiranja na dugi rok, nego i da bi se sačuvao pristup eksternim izvorima finansiranja na tržištu kapitala. Preduzeća koja o tome ne vode računa mogu se lako naći u situaciji da potrebna finansijska sredstva ne mogu dobiti ni po kojoj ceni... Međutim, da bi uopšte bilo”U stanju da privuče eksterne izvore finansiranja, bilo u vidu novih kredita ili dodatne emisije hartija od vrednosti - obveznica, preferencijalnih i običnih akcija - preduzeće mora stalno da jača interne izvore finansiranja putem povećanih izdvajanja na ime akumulacije i reinvestiranja periodičnih sredstava amortizacije. Povećanje akumulacije i reinvestiranja amortizacije dovodi do relativnog porasta sopstvenih izvora finansiranja u strukturi kapitala preduzeća, što se, sa svoje strane, povoljno odražava na njegov kreditni bonitet kao sposobnost privlačenja kapitala iz eksternih izvora. S tim u vezi logično se nameće i sledeće pitanje: ako već eksterni izvori finansiranja imaju svoju cenu, koja se formira na tržištu kapitala, da li su

interni izvori, koje je kreiralo samo preduzeće, besplatni u ekonomskom smislu i da li sa njima ne treba računati prilikom utvrđivanja prosečne cene kapitala? Ili, drugim rečima, da li ulaganja finansijskih sredstava koja potiču iz internih izvora u raspoložive investicione projekte ne pretpostavljaju nikakve zahteve u pogledu njihove buduće rentabilnosti? Odgovor na to pitanje je nedvosmisleno negativan, jer bi doveo do neracionalne alokacije kapitala, iako je cenu internih izvora finansiranja daleko teže objektivno kvantifikovati s obzprom da ne podleže strogoj tržišnoj verifikaciji".[950]

Tržišna vrednost hartija od vrednosti po pravilu se utvrđuje kapitalizacijom očekivanog neto prinosa (dividenda ili kamata), koji se može ostvariti kupovinom hartija od vrednosti na tržištu kapitala. A dotična stopa tržišne kapitalizacije prinosa uglavnom je determinisana nivoom potencijalnog rizika ulaganja i poslovnog dobitka posle oporezivanja i izdvajanja za amortizaciju i pre plaćanja kamate na dugove i dividende na preferencijalne akcije. "Tržišna vrednost obveznica može se utvrditi relativno lako. Ona je jednaka sadašnjoj vrednosti fiksnih periodičnih prinosa na ime kamate u toku veka trajanja duga uvećanoj za sadašnju vrednost glavnice koja je naplativa na dan dospeća obveznica. Tržišna stopa kapitalizacije pomoću koje se prinosi i glavnica diskontuju na sadašnju vrednost odražava, kao što je pomenuto, stepen rizika da dužnik neće izvršiti svoje obaveze u pogledu plaćanja kamate i glavnice duga. Kod državnih obveznica, npr., taj rizik je gotovouvek manji nego kod obveznica koje emituju pojedine korporacije, zbog čega ih tržište prihvata i valorizuje po srazmerno nižoj stopi kapitalizacije."[951]

Tržišna vrednost obveznica utvrđuje se primenom sledeće formule:[952]

$$V= I_1 / (1+d) + I_2 / (1+i)^2 - I_n V_n / (1+i)^n$$

gde In označava periodične prinose na ime kamate, Vp - nominalnu vrednost obveznica na dan njihovog dospeća i - primenjenu stopu kapitalizacije. Kupovinom preferencijalnih akcija na tržištu hartija od vrednosti obezbeđuje se, isto tako, vlasniku fiksni godišnji prinos u formi tzv. povlašćene dividende. Formula za obračun tržišne vrednosti preferencijalnih akcija glasi:[953]

$$V= D / (1+d) + I_2 / (1+i)^2 - I_n V_n / (1+i)^n$$

gde V označava kontinuelan godišnji prinos na ime dividende, a s! tržišnu stopu kapitalizacije prinosa identičnog rizika.

Konačno, tržišna vrednost (cena) običnih akcija jednaka je, takođe, kapitalizovanoj vrednosti neto prinosa koji se očekuje u budućnosti. Nivo očekivane dividende i procenjenog rizika. i intenzitet kupoprodaja na sekundarnom tržištu

[950] Ibidem, st. 52-53.
[951] Ibidem, st. 62.
[952] Dr D. Krasulja. op. cit., st. 63.
[953] Ibidem, st. 64.

hartija od vrednosti i stalnog prenosa prava vlasništva presudno uplivišu na tržišnu vrednost i cenu običnih akcija:[954]

$$1)\ P_0 = D_1 / (1+k) + P_1 / (1+k)$$

$$2)\ P_1 = D_2 / (1+k) + P_2 / (1+k)$$

gde su: Po - sadašnja vrednost. odnosno cena akcije. D1 - iznos dividende na kraju prve godine, P1 - cena akcije u trenutku prodaje, k - tržišna stopa kapitalizacije, D2 - očekivana dividenda u toku druge ogidne. P2 - tržišna cena akcije po isteku druge godine. To pak, znači da je cena akcije jednaka sadašnjoj tržišnoj ceni akcije koja je uvećana za kapitalni dobitak. Stopa kapitalizacije je jednaka zbiru tekuće dividendne stope i očekivane stope rasta ceie akcije.

12.2. Budžet firme

Ako menadžment predstavlja proces planiranja, organizovanja, vođenja i kontrole finansijskih, fizičkih, ljudskih i informacionih resursa preduzeća da bi se ostvarili ciljevi firme, onda planiranje reprezentuje polaznu aktivnost menadžmenta kojim se utvrđuju ciljevi preduzeća i strategije za ostvarivanje ciljeva.[955] U tom sklopu, budžet jeste finansijski plan, koji se odnosi na buduću alokaciju resursa na različite programe i aktivnosti u određenom periodu, s tim što strategijski planovi uključuju budćete da bi menadžeri mogli da procene alternativne pravce akcije.[956] Sa stanovišta finansijske kontrole, koja nominuje proces koji obezbeđuje sprovođenje akcije u skladu sa finansijskim planom, budžet reprezentuje kvantitativni plan, koji predstavlja finansijske resurse za budući period preko profita ili troškova.[957] Zbog toga je budžetiranje važan planski alat, koji se odnosi kako na planiranje tako i na kontrolu. "U fazi planiranja budžeti forsiraju menadžere da izvrše procenu programa i aktivnostp na bazi troškova, što doprinosi efikasnoj upotrebi resursa. U fazi kontrole, zahvaljujući budžetima, menadžeri sagledavaju u kojoj meri je delovanje usklađeno sa planom.[958]

U SAD je ranijem sistemu planiranja, programiranja i budžetisanja (PPBS: Planing - programing - Budgeting system) kao kombinovani proces za kreiranje efikasnog i za racionalnog sistema donošenja finansijskih odluka u procesu planiranja i budžetiranja države, vladinih agencija i kompanija. PPBS polazi obično od ciljeva, razvijanja programa za realizaciju postavljenih ciljeva, utvrđivanja troškova i rezultata za više alternativa i primene procesa budžetiranja programskih aktivnosti u dužem periodu. Akcenat se po pravilu stavlja na otupute

---

[954] Ibidem, st. 66-67.
[955] Dr V. Milićević, Osnove sistema poslovno-finansijskog planiranja, Kljngovođstvo 2/93. st.
[956] Ibidem, st. 47.
[957] P.R. Schoderbek, R. Cosicr i J. Aplin, Management, Harcourl Braće Jovanovich, San Diego, 1988.,st.370-372.
[958] Dr V. Milićević, op. cit.. st. 47.

sistema, a ne na inpute resursa. Posmatra se obično petogodišnji period, a ne jednogodišnji period, koji se u načelu vezuje za klasičan budžet. Time se faktički PPBSi dentifikuje sa kontinuiranim procesom dugoročnog planiranja firme. A to je izuzetno važno za politiku alociranja ograničenih resursa na alternativne programe sa upotrebom cost-benefit analizom.[959]

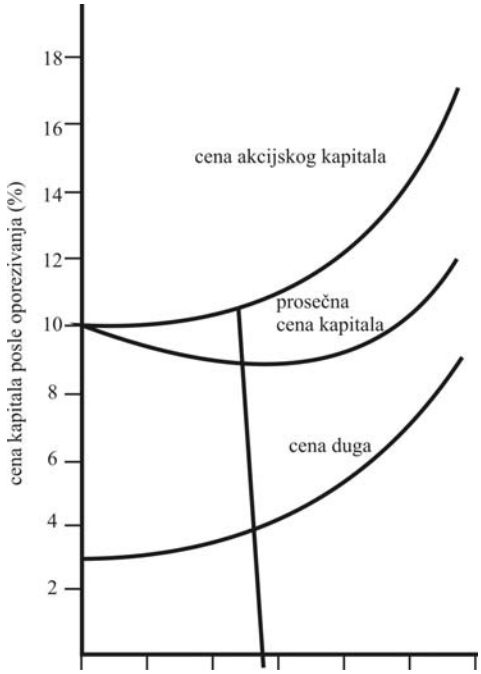
Tradicionalni, klasičnn budžetski pristup po pravilu naglašava izdatke, PPBS pak procenjuje samo moguće ukupne troškove za sadašnje i buduće rezultate različntnh alternativa. Taj proces obavezno implicira utvrđivanje stope prinosa za različite programe i stope prinosa koji su propušteni zbog izbora jednog programa umesto drugog programa.

13. FINANSIJSKI LEVERIDŽ I CENA KAPITALA

Ako je struktura kapitala dugoročni aspekt finansijske strukture inkorporisanog preduzeća, onda taj aspekt opservacije implikuje i finansijski leveridž, kao jednu od mogućih dimenzija finansijske strukture. U tom sklopu, finansijski leveridž reprezentuje relativni odnos dugoročnog duga i sopstvenog kapitala. Doduše, finansijski leveridž može biti definisan na tri načina, i to: (1) kao relativno odnos duga i akcionog kapitala po tekućnm tržišnim vrednostima, (2) kao relativni odnos tržišne vrednosti čistog duga, i tržišne vrednosti ukupnog kapitala i (3) kao relativni odnos efektivnih rashoda po osnovu kamate i poslovnog dobitka po osnovu angažovanja ukupnih poslovnih rezultata.[960]

Prinos od sopstvenog kapitala po pravilu je izložen dvostrukom riziku: finansijskom i poslovnom. Finansijski rizik je uslovljen intenzitetom korišćenja finansijskog leveridža, i od njega obično zavisi sigurnost nego dobitka. Poslovni rizik u pravilu determiniše neizvesnost poslovnog dobitka. Stoga viši nivo zaduženosti (intenzitet finansijskog leveridža), pri datom nivou poslovnog rizika, inkorporiše veću neizvesnost u pogledu ostvarenja neto dobitka po emitovanim akcijama i očekivanog prinosa od akcionog kapitala. Ali, deoničari zahtevaju veću stopu prinosa ukoliko inkorporisano preduzeće uvećava leveridž u strukturi kapitala. Tada i cena akcionog kapitala raste ako se povećava stopa prinosa uz srazmerno opadanje tržišne vrednosti običnih akcija.

[959] R. Johnson, E. Kast i J. Rosenzweig, The Theory and Management of Systems, Mc Graw-Hill, N. York, 1973. St.426-430.
[960] Ibidem, st. 88.



Ako se pretpostavljeni odnosi između intenzitega finansijskog leveridža i cene akcionog kapitala (k), cena duga (kj), i prosečne cene kapitala (k0) grafički predstave, onda se dobijaju sledeće relacije u vidu dijagrama. "Na bazi tog dijagrama može se zaključiti da dato preduzeće dostiže najnižu prosečnu cenu kapitala (k0) pri stepenu "leverage –a" od sa 3 0%, što označava, istovremeno i njegovu optimalnu finansijsku strukturu koja je komponovana od ssa 30% duga i cca 70% sopstvenog kapitala. Treba zapaziti, takođe, da je kriva prosečne cene kapitala relativno ravna u širem obimu "leverage –a" (ssa 20-40%) i da se ne može bitnije menjati pomeranjem "leverage –a" prema optimalnoj finansijskoj strukturi. Takvo ponašanje prosečne cene kapitala omogućava organima upravljanja izvesnu fleksibilnost u politici finansiranja preduzeća: da emituju dug u jednoj a akcioni kapital u drugoj godini, zavisno već od toga kako to tržište kapitala i dostignuti stepen finansijskog "1euega§e-a" trenutno dozvoljavaju".[961]

Na osnovu priloženog dijagrama konstatuje se sledeće:[962]

1. U toku prve faze, povećanje "leveridža" smanjuje cenu kapitala i povećava tržišnu vrednost preduzeća. U toj fazi cena akcijskog kapitala raste sa povećanjem "leverage –a" ali taj rast nije dovoljno velik da apsorbuje povećanje stope prinosa na sopstveni odnosno akciohni kapital koje je omogućeno pove-

[961] Ibidem, st. 92.
[962] Ibidem, st. 92-93

ćanim korišćenjem jeftinijeg duga u strukturi ukupnog kapitala. U pretežnom delu te faze, naime, cena dodatnog duga ostaje ista ili neznatno raste što znači da se po oceni poverilaca ukupan dug u strukturi kapitala kreće u dozvoljenim granicama.

2. Pošto je dostignut određeni stepen "leveridža", umereno dalje povećanje duga u strukturi kapitala nema bitnijeg uticaja na cenu kapitala i tržišnu vrednost preduzeća. Unutar te optimalne zone"leverage –a" cena duga i akcionog kapitala međusobno su tako izbalansirane da ponderisana prosečna cena kapitala i tržišna vrednost preduzeća ostaju. manje ili više, konstantni.

3. Posle izvesne kritične tačke, dalje povećanje "leveridža" nije finansijski racionalno i preporučljnvo. Reakcija tržišta kapitala bila bi takva da bi cene duga i akcionog kapitala počele rapidno da rastu. To bi dovelo i do povećanja prosečne cene kapitala i srazmernog smanjenja tržišne vrednosti preduzeća.

Uvođenjem oporezivanja neto dobiti u analizu strukture kapitala eliminiše se tzv. arbitražni proces izjednačenja tržišne vrednosti preduzeća u istoj klasi na osnovu čega Modligiani i Miller dokazuju da vrednost preduzeća i njihovi prosečni troškovi ne zavise od strukture kapitala, odnosno nivoa leveridža. "Kamata na dug ima karakter troškova poslovanja i kao takva nadoknađuje se iz poslovnog dobitka, znači pre oporezivanja. Samim tim preduzeća koja u svojoj strukturi kapitala imaju dug imaće i manju osnovu za oporezivanje u odnosu na preduzeća koja su finansirana isključivo iz akcionog kapitala. Drugim rečima, preduzeće koje posluje s leveridžom ostvarivaće određene uštede nakon oporezivanja neto dobitka, što će usloviti pad prosečnih troškova kapitala. Ukoliko je poreska stopa veća, veće će biti uštede po ovom osnovu, manji prosečni troškovi, dok će se tržišna vrednost preduzeća povećavati".[963]

U skladu sa rečenim, a polazeći od prve proporcije Modigliani-ja i Miller-a, tržišna vrednost preduzeća koje koristi dug može se izraziti:

$$V2=v1+tD$$

gde je, V2 tržišna vrednost preduzeća čija je struktura kapitala komponovana iz duga i akcionog kapitala, VI tržišna vrednost preduzeća koje je finansirano isključivo iz akcionog kapitala, a tD uštede koje preduzeće ostvaruje po osnovu oporezivanja.

Imajući u vidu efekte oporezivanja (na prosečne troškove kapitala i tržišnu vrednost preduzeća) za utvrđivanje tržišne vrednosti preduzeća više nije aktuelan poslovni dobitak već ukupni neto dobitak akcionara (za prvo preduzeće), odnosno ukupan neto dobitak svih ulagača (za prvo preduzeće). Polazeći od veličine poslovnog dobitka (Xj) ove veličine mogu se izračunati na sledeći način:

$$NX1=X1(1-t), \text{ odnosno}$$

$$NX2=(X1-kdD)(1-t)+k_dD$$

[963] D. Malinić, Problemi strukture kapitala, Knjigovođstvo 10/90 st. 44-53.

gde je, NX1 ukupan dobitak akcionara, NX2 ukupan dobitak svih ulagača (akcionara i poverilaca), t poreska stopa i kd kamatna stopa. Kapitalizacijom ovih veličina dolazimo do tržišne vrednosti preduzeća:

$$V_1= \quad X_1(1-t) / \quad k_e$$

Da bismo došli do veličine koju treba kapitalizovati u cilju utvrđivanja tržišne vrednosti drugog preduzeća, neophodno je rešiti jednačinu:

$$NX2=(X1-kdD)(1-t)+k_dD$$

Iz nje sledi:

$$NX2+X1=tX1-k_dD+tk_dD+k_dD$$

$$NX2=X1-tX1+tk_dD$$

$$NX2=X1(1-t)+tk_dD$$

Prvi deo ove poslednje jednačine, XI (1-t) identičan je sa ukupnim dobitkom akcionara prvog preduzeća, dok drugi deo pokazuje uštede zbog manje osnove za oporezivanje. U skladu sa tim tržišna vrednost drugog preduzeća bila bi:

$$V_2= \quad X_1(1 - t) / k_e + tk_dD / k_D$$

odnosno,

$$V_2= \quad X_1(1-t) / k_e + tD$$

Budući da je

$$V1= X1(1-t) / ke$$

Onda je

$$V2=V1+tD$$

Na osnovu ovoga Modigliani i Miller dolaze do zaključka da je tržišna vrednost drugog preduzeća jednaka tržišnoj vrednosti prvog preduzeća uvećanoj za poresku stopu vrednosti duga.

Nameće se pitanje: šta je sa troškovima kapitala? Troškovi sopstvenog kapitala zbog uvećanog finansijskog rizika rastu. Međutim, troškovi duga usled efekata oporezivanja znatno se smanjuju (u zavisnosti od visine poreske stope), što ima za posledicu pad prosečnih troškova kapitala. Shodno tome, porastom finansijskog leveridža prosečni troškovi kapitala se kontinuirano smanjuju a tržišna vrednost preduzeća raste. Na taj način Modigliani i Miller model upućuje nazaključak da će se preduzeće finansirati sa 100% duga."[964]

[964] Ibidem, str. 24-53.

14. HARTIJE OD VREDNOSTI (KLASIFIKACIJA)

U elementarnoj klasifikaciji hartija od vrednosti poznata je njihova sistematizacija na kreditne hartije od vrednosti i na transferabilne hartije od vrednosti. "Dreditne hartije od vrednosti dele se u dve grupe: netransferibilne ("non-negotiab1e") i transferibilne ("negotiable"). Prva grupa hartija je manje značajna i odnosi se na uspostavljanje bilateralnih kreditnih odnosa po osnovama kupoprodaje. na primer robe i usluga. Reprezentativna kreditna hartija iz takvog poslovnog odosa može se u toku perioda dospevanja preneti na drugog poslovnog subjekta. kod čega je transakcija pokrivena regulativnim odredbama ugovora o kupoprodaji. Osnovni uslovi ugovora diktiraju i uslove bilateralne kreditne transakcije. Transferibilni kreditni instrumenti predstavljaju bezuslovne i otuda univerzalie kreditne hartije, na osnovu kojih debitori prihvataju apsolutnu obavezu plaćanja duga u ugovorenom roku. Imaoci hartija na legalnoj osnovi zadržavaju prava bezuslovne naplate punog iznosa kreditnog potraživanja. Univerzalnost, tržišna transferibilnost i bezuslovnost su obezbedili ovim hartijama najširu ulogu na finansijskim tržištima razvijenih zemalja".[965]

U strukturi transferibilnih hartija od vrednosti, koje kreiraju državni i privatni sektori, prepoznatljive su (1) hartije državne blagajne (hartija ili bilans sa dospećem do godine dana, hartije ili notes sa dospećem od 1-10 godina i obveznice ili bonds sa dospećem od preko 5 godina), (2) hartije federalne države (obveznice i certifikati), (3) hartije državnih jedinica (serijalne obveznice i dugoročne obveznice) i (4) hartije preduzeća (komercijalni papiri i obveznice preduzeća).

"Blagajničke menice ("treasury bills") predstavljaju kratkoročne papire državnog trezora, sa najvišim stepenom garantovanja i minimalnim donjim iznosima nominalne vrednosti (SAD: 10.000 dolara). Ne nose eksplicitnu kamatu, nego se kamatni prinos formira na bazi diskontne prodaje hartija. Blagajničke hartije se realizuju po nižim cenama u odnosu na nominalnu vrednost. Tako se hartije sa nominalnim vrednostima od 10.000 dolara i dospećem od 12 meseci prodaju po ceni od 9.000 dolara, na osnovu čega razlika od 1.000 dolara predstavlja kamatni prinos...

Blagajničke note (treasury notes) poseduju eksplicitno naznačelu kamatu odnosno kamatni kupon. Kamata predstavlja ugovorni element hartija i plaća se najčešće polugodišnje. Izdaju se u čekovnoj i registarskoj formi, kada se kod izdavaoca beleži ime i adresa kupca. Kod svake prodaje hartija beleže se osnovni podaci aktuelnog vlasnika. Minimalna vrednost jedinične hartijeu SAD je 1000 dolara. Dok su blagajničke menice isključivo instrumenti novčanog tržišta, dotle blagajničke note pripadaju tržištu kapitala.

Blagajničke obveznice izdaju se najčešće sa rokovima dospeća od 5 godina i služe kao instrument dugoročnog kreditiranja države. Imaju ugovornu kamat-

[965] Dr S. Jović, Bankarstvo, Naučna knjiga, Beograd, 1990. st. 440.

nu stopu i polugodišnje plaćanje kamatnih obaveza. U nekim zemljama je limitirana gornja granica kamatne stope. Jedinična vrednost hartija ("pag values") u SAD je 500 dolara. Obveznice poseduju klauzulu otkupivosti ("callable") koja označava pravo državne blagajne da u određenim momentima zatraže otkup izdatih hartija po vrednostima koje su nominalno naznačene.

Hartija državnih agencija predstavljaju specijalne tipove obveznica posebnih finansijskih-državnih ili poludržavnih institucija, za koje garantuje obično država i kod kojih se eksplicitno ugovara kamatna obaveza. Državne agencije u ugovorenim rokovima plaćaju kamatne obaveze i isplaćuju osnovnu vrednost hartija njihovim vlasnicima. Izdavaoci ovih obveznica mogu biti finansijske ustanove za kreditiranje izvoza, stambene izgradnje, poljoprivrede i sl.

Hartije državnih i lokalnih administrativnih jedinica predstavljaju vrste povlašćenih obveznica, pošto su kamatni prinosi oslobođeni oporezivanja. Mogu biti izdavane u standardnoj i serijalnoj formi. Kada se izdaju u drugoj formi, tada se serije projektuju u godišnjim intervalima: prva serija dospeva nakon godine dana, druga nakon dve godine i tako dalje. Ove hartije se izdaju u aranžmanima sa specijaliim finansijskim organizacijama, investicionim i komercijalnim bankama koje realizuju hartije na tržištu.

Komercijalni papiri spadaju u kratkoročne i neosigurane vrednosne hartije koje izdaju banke, finansijske kompanije i preduzeća. Rokovi dospeća su do 279 dana, a iznosi denominacije u SAD 1000 i više dolara. Mogu biti i iznad navedenog roka dospeća, ali uz posebnu registraciju i dodatne troškove nadzora nadležnih institucija. Prvoklasne komercijalne papire izdaju preduzeća i finansijske kompanije sa prvorazrednim poslovnim performansama. Banke izdaju u prvom redu depozitne certisrikate (CDs), koji po obimu i zastupljenosti na finansijskom tržištu dolaze na drugo mesto iza blagajničkih menica ("T bills"). Svi kratkoročni (komercijalni papiri su perfektno utrživi, supstitutibilni i sa vrlo sličnim stopama prinosa. Investitori odnosno vlasnici (kupci) hartija su privučeni atraktivnošću, sigurnošću i likvidnošću ovih instrumenata...

Obveznice preduzeća su dugoročne hartije sa dospećem iznad godine dana i sa visokim stepenom transferibilnosti na sekundarnom tržištu kapitala. Reč je o kapitalnim hartijama od vrednosti na bazi kojih preduzeća mobilišu kvalitetne akumulativne resurse za finansiranje razvojnih programa i projekata. Kamatne obaveze treba da se isplaćuju na bazi očekivanog obima dobiti ili profita, usled čega finansirani projekti imaju dugoročni ekonomski vek. Ako je reč o obveznicama i projektima državnih jedinica, tada se kamatne obaveze plaćaju iz poreskih prihoda. Obveznice preduzeća se izdaju u denominacijama od 1000 dolara, ali se najčešće prodaju u blokovima od 100.000 dolara. Primarna prodaja obveznica preduzeća najčešće ide preko specijaliih investicionih ili poslovnih banaka, kada se govori o javnoj ponudi i prodaji hartija. Javna ponuda hartija mora biti registrovana i kontrolisana od strane nadležnih državnih institucija. Krupni apsorberi obveznica su penzioni fondovi, osiguravajuće ustanove, banke i stanovništvo...

Akcije predstavljaju vlasničke hartije od vrednosti, za razliku od obveznica koje su dužničke hartije. Prve se pojavljuju na tržištu akcija ("stock market")dok se kupoprodaja drugih obavlja na tržištu obveznica ("bond market"). Oba tržišta su sastavni delovi tržišta kapitala sa specifičnim karakteristikama. Deonice su svojinska prava o učešćima u kapitalu akcionarskih preduzeća i u raspodeli neto prinosa tih preduzeća. Kapital akcionarskih preduzeća predstavlja vlastita sredstva odnosno samo deo ukupne aktive, koja je po obimu iznad formiranih obaveza (pasive). Akcije reprezentuju trajna investiciona ulaganja štediše u određena preduzeća. omogućavaju formiranje dugoročnih resursa u preduzećima i istovremeno putem transfera na sekundarnom tržištu kapitala obezbeđuju likvidnost vlasnicima hartija, Sa aspekta individualnih investitora akcije su prilično rizične hartije od vrednosti, budući da obezbeđuju samo uslovna prava u raspodeli neto dobiti i eventualno aktive preduzeća. Ovo zbog toga. što se hartijama instalirana prava ostvaruju samo ako je formirana neto dobit i/ili u uslovima rasformiranja preduzeća akcionari mogu računati na deo aktive samo ukoliko preostane imovine nakon podmirenja prečih obaveza...

Dok obveziice pružaju vlasnicima bezuslovna prava na fiksni prinos i povraćaj uloženih sredstava sa dospećem, dotle akcije obezbeđuju rezidualna prava na prinos i imovinu. Prema gvozdenim zakonima pravnih i tržišnih sistema dugovi imaju prioritet u redosledu plaćanja u odnosu na obaveze prema akcionarima. Osnovna motivacija za ulaganje investitora u kupovinu akcijajeste u mogućnostima raspodele povećanog obima dobiti u uslovima rasta profitabilnosti preduzeća i/ili sticanja većeg obima aktive u uslovima dobrih performansi preduzeća. U uslovima visoke stope rentabiliteta akcionari stiču povećane prinose, a u uslovima rasta cena akcija povećane obime aktive. Kod obveznica ne postoje takve mogućnosti usled fiksnih uslova plaćanja kamatnih i finansijskih obaveza preduzeća...

Akcije nose znatno veće margine rizika u odnosu na obveznice investitora. Postoji dvostruki rizik akcija: rizik neplaćanja dividendi (prinosa) i kapitalni rizik. Prvi oblik rizika postoji u uslovima nepredviđenog smanjivanja dividendnih stopa ili usled bankrotstva preduzeća. Iskustva pokazuju da je veoma teško procenjivati linije kretanja prinosa investitora, usled čega je dividendni rizik veoma ozbiljan, a akcije znatno rizičnije hartije od vrednosti u odnosu na obveznice. Vlada pravilo da su kupci akcija kategorije rizičnih investi tora. Kapitalni rizik nastaje u uslovima rapidnog opadanja cena akcija i/ili u uslovima gubitka kapitala u procesu likvidacije akcionarskog preduzeća...

Akcionarski mehanizmi finansiranja i investiranja omogućavaju suptilno povezivanje rada i kapitala, podelu vlasništva imovine preduzeća na mnoštvo subjekata i egzaktno vezivanje rizika za obim uloženih sredstava. Veći obim uloženih sredstava nosi veći rizik, ali i veći nivo prinosa u uslovima zadovoljavajuće rentabilnosti preduzeća. Ostvaruje se suptilna difuzija vlasništva, rizika i participacije u prinosima preduzeća. Institucionalizuje se obrazac ograničenog obima obaveza svakog deoničar a i olakšano apsorbovanje gubitaka u uslovima likvida-

cije korporacijskog preduzeća. Najširi krugovi štediša mogu postati deoničari i investitori, koji ravnomerno učestvuju u deobi neto dobiti i u određenim oblicima akcionarstva u upravljanju preduzećem. Svako akcionarsko preduzeće je vlasništvo akcionarskog društva kao pravnog lica. U razvijenim zemljama postoji stalno odmeravanje prednosti i nedostataka (rizika) ulaganja u akcije i obveznice. Neprekidno pospešivanje kompetitivnostn dva oblika tržišta kapitala i u novije vreme primetno konvergiranje dva osnovna instrumenta kapitalnog investiranja subjekta. Teorijska saznanja i stogodišnja iskustva razvijenih zemalja ukazuju na racionalnost i efikasnost tržišta akcija samo u uslovima dobro razvijenih tržišta bankarskih kredita i obveznica, institucionalnih investitora i izgrađenih nadzornih (kontrolnih) ustanova. Ovo je veoma važno iskustvo koje treba imati u vidu kod uvođenja određenih oblika akcionarstva u našoj privredi".[966]

15. PRINOSI I CENE HARTIJA OD VREDNOSTI

Stopa prinosa obveznica se može iskazati na više načina: kao stopa kupona (coupon rate), kao tekući prinos i kao prinos prema dospeću. "Prva stopa predstavlja prinos po jednoj denominovanoj obveznici ("par value"). Ako je vrednost denominovane obveznice 1000 novčanihjedinica, ugovorena stopa prinosa 5%, tada će godišnji prinos holdera iznositi 50 novčanih jedinica. Tekući prinos se dobija deljenjem prinosa denominovane obveznice sa indeksom tržišnih cena. Egzaktni indikator prinosa obveznica dobija se na bazi koncepta dospeća, koji obuhvata stopu kupona, vrednost o roku dospeća, tržišnu cenu i rokove dospeća. Prinos na bazi koncepta dospeća se smatra najboljim indikatorom prihvatljivosti investicija u hartije sa fiksnim prihodima. Prinos i cene obveznica su inverzne kategorije: kada su cene obveznica niže stopa prinosa će biti veća i obrnuto. Kada nastupi proces povećanja tržišnih kamatnih stopa uslediće pad cena obveznica, dok će smanjivanje tržišnih kamatnih stopa povećati cene obveznica. Osnovni rizik investiranja u obveznice nastaje usled divergentnog kretanja cena i kamata i nesigurnosti procene budućeg kretanja kamata na tržištu. Tipična obveznica sadrži tri bitna elementa: nominalnu vrednost ("face of par value"), rok dospeća ili otkupa ("maturity of redemption date") i stopu prinosa denominovane obveznice ("coipon rate"). Izdavaoci obveznica (debitori) imaju obavezu plaćanja jednakih kamatnih iznosa i otkupa obveznice o roku dospeća. Za holdere je bitna totalna stopa prinosa, kao pokazatelj investicionog oportuniteta. Na finansijskom tržištu je bitna cena obveznica odnosno spremnost subjekata da plate određenu cenu jedne obveznice.

Međuzavisnost kretanja prinosa i cena obveznica može se ilustrovati sledećim primerom. Određeno preduzeće je izdalo obveznicu sa nominalnom vred-

[966] Ibidem, st. 441-445.

nošću od 1000 novčanih jedinica, stopom prinosa od 10% godišnje i dospećem od dve godine. Godišnje kamatne obaveze preduzeća biće 100 novčanih jedinica, a finalno plaćanje jednako nominalnoj vrednosti obveznice. Ravnotežna tržišna cena obveznice dobija se metodom sadašnje vrednosti i korišćenjem tržišne kamatne stope (0, koja može odstupati od ugovorene stope prinosa obveznice u oba pravca. Ravnotežna cena na tržnštu biće određena sledećom relacijom:

$$PVB= 100/(1-i) + 100/(1-i)^2 + 1000/(1-i)^2$$

Prva dva člana na desnoj strani relacije predstavljaju sadašnju vrednost prinosa. a poslednji član sadašnju vrednost finalnog plaćanja otkupa obveznica. Pokazuje se da će u uslovima jednakosti tržišne i ugovorene (kuponske) kamatne stope sadašnja vrednost obveznice biti istovremeno sa nominalnom vrednošću (1000 novčanih jedinica). Tržišna cena obveznica biće ravna nominalnoj vrednosti i njena realizacija biće "at par" ili "face value". Ako se formira tržišna kamatna stopa od 12%, sadašnja vrednost obveznice pašće na svega 966,20 novčanih jedinica, što će biti faktička tržišna cena odnosno "below par". Depresirana cena obveznice nastaće kao rezultat smanjenih prinosa investitora (holdera) usled većih tržišnih kamatnih stopa prema fiksnoj stopi prinosa kupona. Da bi se isplatilo investiranje u takvu obveznicu neophodno je smanjenje nivoa tržišne cene do nivoa koji ponovo izjednačava alternativne tržišne prinose...

Cene obveznica se najčešće izražavaju u procentima od nominalne vrednosti. Tako kada se navede uz obveznicu procenat od 95.55, to će značiti da će obveznica sa nominalnom vrednošću od 1000 novčanih jedinica imati cenu od 955.50 novčanih jedinica. Kupovina takvih obveznica nosi veći prinos od nominalno utvrđenog. Obveznice sa 100 procentnom vrednošću "rag uaše" imaju tržišnu cenu ravnu nominalnoj vrednosti. Sve druge tržišne vrednosti obveznica daju različite prosečne stope prinosa u odnosu na nominalno utvrđene. Banke i ostali subjekti mogu koristiti specijalne tabelarne preglede povezanosti između cena i faktičkih stopa prinosa obveznica. Iz razlike između nominalne stope prinosa (naznačene na obveznici) i faktičke stope prinosa sagledava se oportunost investiranja u ove hartije...

Generalna odlika prinosa od obveznica jeste da se mogu znatno razlikovati u odnosu na fiksirane uslove pri njihovom izdavanju. Relacija efektivnih prinosa obveznica u tranzistornom periodu je sledeća:

$$RET= (C+P_{t+1}-P_t) / P_t$$

gde je:

RET = prinos držanja obveznica u periodu t do t + 1,Pt - cena obveznica u periodu t,pt+1 = cena obveznice u periodu t = 1,C = prinos kupona obveznice.

Gornja relacija pokazuje oportunitet ulaganja u obveznice u tranzitornim periodima. U periodu t se kupuju a u periodu t+1 prodaju obveznice, na osnovu čega se sagledava ukupan efekat na prinose investitora. Gornja relacija se često

prikazuje dualno: kao stopa tekućeg prinosa obveznice i kao stopa kapitalne dobiti. Stopa tekućeg prinosa dobija se na osnovu odnosa prinosa kupoca (C) prema ceni kupljene obveznice (Pt):

$$i_c = C / P_t$$

Stopa kapitalne dobiti (gubitka) dobija se iz odnosa varijacija tržišnih prema inicijalnim cenama obveznica:

$$G = P_t + 1 - P_t / P_t$$

Usled toga se relacija RET može iskazati i na sledeći način:

$$RET = i_c + g$$

kod čega i pokazuje stopu tekućeg prinosa ("current yield"), a g stopu kapitalne dobiti (gubitka). Ukupan prinos investicija u obveznice je determinisan odnosima fiksiranih i tržišnih kamata i fluktuacijama tržišnih prema nominalnim cenama obveznica. Na osnovu sagledavanja osetljivih relacija cena i prinosa obveznica zaključuje se da su ove varijable znatno više oscilatorne kod dugoročnih nego kod kratkoročnih obveznica. Prinos izjednačen sa inicijalnim može se očekivati samo kod obveznica čije se dospeće izjednačava sa periodom držanja. Porast kamatnih stopa na tržištu obara cene obveznica i dovodi do gubitka kod investicija u obveznice sa dospećem iznad perioda držanja".[967]

Vrednost akcija preduzeća utvrđuje se po pravilu na osnovu prinosa koje akcije nose u formi dividendi, s tim što akcije nemaju rokove dospevanja i što se dividende isplaćuju samo u slučaju ostvarene dobiti. "Postoje tri osnovna oblika vrednosti akcija: a) nominalna; b) bilansna i c) tržišna ili kursna ("intrinsic value"). Nominalna vrednost je zakonom utvrđena ili pak na osnovu podele početnog akcionarskog kapitala na odgovarajući broj akcija. U Nemačkoj je zakonom određena najmanja vrednost od 50 maraka. dok se u anglosaksonskim zemljama nominalna vrednost utvrđuje podelom početnog kapitala. Bilansna vrednost se dobija na bazi dodavanja nominalnoj vrednosti akcija određene proporcije rezervnih fondova preduzeća. Većina akcionarskih preduzeća formiraju uz osnovni kapital i rezervne fondove: kada obim rezervnih fondova dostigne nivo osnovnog kapitala, tada je bilansna vrednost dvostruko veća od nominalne vrednosti akcija. Širi pristup uključuje ukupna sopstvena sredstva preduzeća (osnovni kapital + rezervni fond + neraspodeljeni profit + ostala sopstvena sredstva) i deli ih sa ukupnim brojem akcija da bi se dobila njihova bilansna vrednost.

Najvažnija je tržišna odnosno kursna vrednost akcija, koja se dobija na bazi sadašnje vrednosti anticipiranih prinosa (dividendi). Ova vrednost se smatra fundamentalnom odnosno unutrašnjom, jer ukazuje

[967] Ibidem, st. 447-450.

na razmere korisnosti akcija kao aktiva investitora. Aktiva koja ne nosi prinos nema tržišnu odnosno unutrašnju vrednost. Kapital uloženu akcije koje ne donose prinos (dnvidendu) ne bi imao nikakvu tržišnu vrednost. Prema ovom konceptu ukazuje se na osnovnu razliku između investitora i špekulanata. Investitori ulažu u aktive u cilju sticanja određenih koristi i/ili prinosa. Špekulanti ulažu u one aktive koje se mogu u kratkom roku prodati na tržištu u cilju sticanja dobiti (profita). Investitori ulažu u dugoročne aktive. dok špekulanti kupuju aktive sa izgledima na brze prodaje. Najveći broj akcionara je zainteresovan za visinu tekućih i anticipiranih prinosa, dok su cene akcija manje relevantne. Međutim. kao i kod obveznica postoji inverzna povezanost između vrednosti (cene) akcije i stope prinosa (dividendi), usled čega je važno utvrditi funkcionalnu determinisanost cene akcija. Osnovna relacija koja pokazuje formnranje ceia akcije je sledeća:

$$P = \frac{D^{+1}}{(1+r)} + \frac{D^{+2}}{(1+r)^2} + \ldots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D^{+t}}{(1+r)^t}$$

gde je: P- sadašnja cena akcije, D^{+1} - prinosi po akciji u ancipiranom t periodu, r - anticipirana stopa prinosa kapitala.

Cena akcija sa definitivnim fiksnim prinosima biće određena odnosima između ponuđenih dividendi preduzeća i anticipirane ili željene stope prinosa investitora. Ako je ponuđeni iznos dividende po akciji 5 novčanih jedinica, a anticipirana stopa prinosa investitora 10%, tada će cena akcije biti:

$$P= D/R = 5/ 0,10 =50$$

Fundamentalna ili unutrašnja vrednost i tržišna cena akcija mogu biti identične ali i različite. Na dugi rok bi tržišne cene bile na nivou fundamentalnih, a na kratke rokove postoje oscilacije tržišnih cena usled delovanja mnogih tržišnih, finansijskih i psiholoških momenata. Tržiš na cena predstavlja tržišnu evaluaciju akcija, dok je fundamentalna određena evaluacijom samih investitora. Ovaj parametar je određen sledećim faktorima: likvidnošću transakcionim troškovima, deobom, porezima, neplaćanjima i kamatnim rizicima uloženog kapitala investitora. Relativno veća zaštićenost dividendi u uslovima inflacije ima odgovarajući uticaj na formiranje cena akcija”.[968]

Kotiranje (price quotation, price quote) jeste tržišno registrovanje cena deonica čiju najširu listu prezentira New York Stock Exchange. U pitanju su dve serije ceia, ito: serija ponuđenih, odnosno traženih cena (bid- asked prices) i serija zaključenih cena (colosing prices). “Bid cene označavaju cene po kojima investitori mogu prodati deonice, a tražene cene su one po kojima oni mogu kupiti deonice. Performansnost cena deonica meri se specijalnim indeksima. Najpoznatiji tržišni indikator performansnosti cena jeste Down Jones, koji daje indikatore cena

[968] Ibidem, st. 451-452.

za 30 najvećih korporacija SAD. Znatno reprezentativniji je tržišni indikator institucije Standard and Poors, pod nazihvom Index 500. Postoji i kompozitni indeks cena svih deonica na respektivnim berzama kapitala, koji daju zajednički najveće dve svetske institucije tržišta kapitala:NYSE (New York Exchange) i ASEM (American Stock Exchange Market). Evaluacija cena akcija od strane investitora baziraće se na: a) očekivanim prinosima deonica u bilo kome periodu posmatranja; b) očekivanoj ceni na kraju relevantnog perioda; c) odgovarajućoj diskontnoj stopi, koja sintetizuje mreže stopa prinosa na tržištu kapitala. Cene i prinosi akcija formiraće se u tesnoj korelaciji sa odgovarajućim cenama i prinosima na tržištu obveznica. Bitni institucnonalni momenti utiču na formiranje cena i prinosa akcije, kao što su mreže instšucionalnih štediša i investitora, investicione banke, berze kapitala. nova tehnologija i sl. Određeni uticaj imaju i dugoročni trendovi formiranja cena akcija na tržištu, što se delom pretače u formiranje aktuelnih ceia. Dugotrajniji inflacioni ciklusi mogu povećati cene akcija, koje u ovim uslovima postaju privlačnija aktiva u odnosu na obveznice. Drastična smanjenja cena akcije mogu biti rezultat dubljih ekonomskih kriza i finansijskih potresa ili pak formiranja jakih špekulativiih operacija u uslovima najave mogućih kriznih tendencija. Dugoročii trendovi formiranja cena su ipak znatno stabilniji i određeni u sledećim osnovnim faktorima: stopa rasta realnog društvenog proizvoda, stopa dobiti (profita) prema nominalnom društvenom proizvodu i stopa inflacije. Dugoročni trendovi formiranja cena deonica u tržišnim ekonomijama predstavljaju važne faktore i indikatore formiranja stopa investicija, ekonomskog rasta i povećavanja realnog bogatstva odnosno kapitala. Kao važni kratkoročni momenti formiranja cena deonica su kamatna stopa na finansijskom tržištu, nivo i stopa prinosa, efikasnost tržišnih institucija i poverenje investitora.

Diskontni vrednosii papiri se u pogledu formiranja ceia i prinosa razlikuju u odnosu na finansijske instrumente tržišta kapitala (obveznice i deonice). U diskontne finansijske instrumente ubrajaju se pre svega državne kratkoročne hartije ("treasury bills) i robne menice preduzeća, s a osnovnim karakteristikama kraćih rokova dospeća, visokog stepena pdrživosti i likvidnosti. Usled toga tržišne banke rado ulažu slobodna sredstva u portfelje ovih hartija, posebno u državne hartije koje nose zavidan stepen pouzdanosti i transferibilnosti. Državne hartije imaju rokove dospeća od 3 do 12 meseci, a privredne menice do 90 dana. Na sekundarnom finansijskom tržištu kruži u okviru razvijenih zemalja masivan obim dva tipa kratkoročnih hartija. U SAD i V. Britaniji dominiraju državne kratkoročne hartije (obveznice, računi), dok u zemljama kontinentalne Zapadne Evrope preovlaćuju menice iz robnog prometa. Stope prinosa državnih vrednosnih hartija imaju centralno mesto u determinisanju trendova kamatnih stopa na novčanim tržištima, što se objašnjava prvoklasnim kvalitetom i kvantitativnim ponderom ovih papira. Cene ovih hartija. formiraju se na tržištu na tzv. umanjenoj osnovi, usled čega se i nazivaju diskontnim finansijskim instrumentima. a kamatni prinos je implicitno izražen u razlici između niže kupovne cene i više otkupne cene o

roku dospeća. Ukoliko banke (holderi) preprodaju diskontne vrednosne papire u okviru ugovorenog roka dospeća, tada će se cena formirati između kupovne i otkupne (nominalne) cene u normalnim tržišnim uslovima. Svaka nova prodajna cena formiraće se iznad prethodne tržišne cene, a smanjivaće se nivo kamatnog prinosa svakog novog holdera. Tako će se formirati različita struktura cena i kamatnih prinosa na sekundarnom tržištu u skladu sa protekom dospeća. što će odrediti stope prinosa različitih holdera papira (investitora).

Cena i prinosi diskontnih vrednosnih hartija izračunavaju se na bazi sledećih varijabli: V - vrednost na dan dospeća ("par value" ili nominalna), n - broj dana do dospeća hartije, b- bazični diskontni prinos u procentnim poenima, D - diskontni iznos u novčanim jedinicama, P - tržišna cena, i- stopa prinosa holdera (investicioni prinos).

Nominalna vrednost se iskazuje kao apoenska vrednost svake hartije, a kod obračuna najčešće se koristi bazična vrednost 100 novčanih jedinica... Stopa prinosa holdera kratkoročnih vrednosnih papira dobija se na bazi odnosa diskontnog iznosa i tržišne (kupovne) cene hartije. Stopa prinosa na portfelje vrednosnih hartija uvek je već a od bazične diskontne stope, što je rezultat niže tržišne cene u odnosu na vrednost hartija. Jednim delom je veća stopa prinosa u odnosu na diskontnu određena i uobičajenom praksom korišćenja godišnje osnovice od 365 dana... Na sekundarnom tržištu cene kratkoročnih hartija od vrednosti su pod uticajem odnosa između ponude i potražnje, stepena organizovanosti tržišta, poslovnih motivacija posrednika (dilera), kompetitivnosti subjekata na tržištu i sl. Razlike između ponuđenih ("bid") i traženih ("asked) cena naziva se maržom ("spread"), koja predstavlja bruto prinos trgovaca (dilera). Što je veći stepen kompetitivnosti na tržištu i što su kraći rokovi hartija to je niža margina dobiti na transakcijama. Na kratkoročnom tržištu SAD uobičajena margina u cenama je 1/32 procentna poena, dok se nivo margine na tržištu kapitala penje i do 1%"[969]

16. HARTIJE OD VREDNOSTI I SVOJINSKA TRANSFORMACIJA

Zakonom o hartijama od vrednosti i Zakonom o izmenama i dopunama Zakona o hartijama od vrednosti institucionalno je omogućeno da preduzeća dođu do svežeg novca na osnovu emisije obveznica, izdavanja akcija i dobijanja bankarskog kredita, i da se na taj način ubrza proces prestrukturiranja društvene svojine i stvore uslovi za funkcionisanje tržišta kapitala. U tom sklopu, preduzećima se omogućava da emituju dve osnovne grupe (vrste) vrednosnih papira (deonice i obveznice) u cilju prikupljanja novčanih sredstava. Akcije predstavljaju hartije od vrednosti koje simbolizuju pravo vlasnnštva. te predstavljaju dokument

[969] Ibidem, st. 453-455.

o vlasništvu nad sredstvima uloženim u preduzeće, dok obveznice[970] predstavljaju pismenu ispravu čiji se emitent obavezuje da licu - donosiocu obveznice isplati određenog dana iznos naveden u obveznici, odnosno iznos anuitetskog kupona.

Svaka akcija predstavlja proporcionalni deo vlasništva nad imovinom preduzeća. Tako se deonice međusobno i razlikuju u zavisnosti od toga da li su obične ili prioritetne, interne ili eksterne, deonice prve emisije ili deonice narednih emisija, garantovane ili negarantovane, i da li gaase na ime ili na donosioca. "Sa stanovišta izdavaoca, emitovanjem akcija se obezbeđuju trajna sredstva preduzeća i jedina obaveza preduzeća je da, ukoliko ostvaruje dobit, odnosno profit, isplaćuje dividendu. Što se tiče imaoca, akcija njegova prava mogu biti sledeća: pored prava na dividendu, odnosno na učešće u podeli dobiti i prava glasa, imaoc deonice ima pravo na prenos vlasništva, pravo na uvid u poslovne knjige preduzeća, pravo na udeo u imovini prilikom likvidacije preduzeća, kao i pravo prvenstva kod kupovine novih deonica (tzv. privilegovano pravo upisa)"[971]

Uvođenje akcija, stoga, predstavlja izuzetno pogodan način za menjanje svojinske strukture preduzeća, pogotovu za društvena preduzeća, koja se na taj način pretvaraju u preduzeća sa mešovitom svojinom i u kojima radnici sada postaju stvarni suvlasnici preduzeća. Time se omogućava da radnici deo svog dohotka ostvaruju po osnovu vlasništva nad delom kapitala preduzeća učestvovanjem u raspodeli profita pravom na dividendu. Tu je i mogućnost participacije u upravljanju preduzećem u zavisnosti od konkretnog tipa deonice. Konačno, u mešovitom preduzeću menadžment je odgovoran skupštini akcionara za rezultate poslovanja, odnosno za dobit, koja se deli vlasnicima deonica u vidu dividende.

No, za razliku od akcija, obveznice izdaje, simultano, i javni i privatni sektor. U grupu obveznica, koje izdaje javni sektor, spadaju obveznice koje izdaje i garantuje država (kratkoročne i dugoročne obveznice), vladine korporacije i federalne jedinice. U grupu obveznica, koje izdaje privatni sektor, spadaju obveznice koje izdaju preduzeća (kompanije, firme) u vidu garantovanih i negarantovanih obveznica. Garantovane obveznice su obično pokrivene određenim realnim obezbeđenjem (imovina kao zalog). Negarantovane obveznice mogu biti konvertibilne obveznice (sa mogućnošću pretvaranja u deonice), obveznice sa dodatnim pravom učešća u profitu i obveznice sa učešćem u dobiti. Tu su i tzv. obveznice sa "call klauzulom", koje dopuštaju mogućnost emitentu da može otkupiti obveznice pre roka dospeća, i obveznice sa „pu klauzulom " koje holderu daju pravo da ih naplati pre roka dospeća.[972]

Kod svake emisije obveznica (sa razlikom od deonica kod kojih je emitent obavezan da plaća samo kamatu) obavezno se otplaćuje i glavnica i kamata. "Međutim, za razliku od bankarskog kredita, koji se otplaćuje na osnovu unapred utvrđenog amortizacionog plana, kod obveznica se može postići veća fleksi-

[970] Emisijom obveziica se faktčki uspostavlja kreditni odnos.
[971] Projekat SIVa, Junski program mera, Beograd, 1990. st. 5a.
[972] Ibidem, st. 51-52.

bilnost, koja više odgovara i emitentu i kupcu obveznica. imajući u vidu njihovu finansijsku situaciju. Umesto jednog kreditora (banke), sada svi kupci postaju kreditori. S druge strane, postoji mogućnost da se obveznice, umesto da se otplate, pretvore u deonice, čime preduzeće dolazi do trajnih sredstava".[973] No. osnovna prednost tržišta hartija od vrednosti jeste distribucija i transformacija rizika, što se smatra temeljom efikasnog i stabilnog funkcionnsanja ukupnih ekonomskih sistema. Pored toga, tržište omogućava optimizacije portfolia (strukture) imovine, kao i transformaciju i transmutaciju finansijskih resursa u smislu obezbeđenja one strukture i obima koji se traže na tržištu. Na kraju, tržište treba da obezbedi veoma visok stepen specijalizacije i ostvarivanja ekonomije obima u oblasti finansija, što sve skupa treba da doprinosi racionalizaciji i pojeftinjenju kapitalnih sredstava.[974]

Vrste (oblici) hartija od vrednosti. U strukturi hartija od vrednosti egzistiraju različiti oblici vrednosnih papira, koji se mogu razvrstati prema funkcijama hartija od vrednosti u privredi, prema mestu plaćanja, prema vrsti u njima inkorporisanog prava, prema vrsti prihoda koje donose, prema dospelosti, prema izdavaocu i prema valuti. No, od pomenutih kriterijuma najvažniji su ipak sledeći: prproda prava koje je inkorporisano u određenoj hartiji od vrednosti i način oređivanja imaoca prava. "Prema načinu određivanja poverioca u ispravi, hartija od vrednosti može da glasi: na ime (rekta hartija), na donosioca, po naredbi, a može da bude mešovita i alternativna kada se pored imena označenog na hartiji unosi i klauzula na donosioca. Sa stanovišta mogućnosti prenosa, odnosno prometa hartija od vrednosti značajno je ukazati na osnovne razlike između hartija od vrednosti na ime, po naredbi i hartija od donosioca. Hartije od vrednosti na ime predstavljaju isprave u kojima je prilikom njihovog izdavanja tačno naznačeno ime lica i naziv firme poverioca, odnosno vlasnika. Pravo iz hartije od vrednosti na ime prenosi se cesijom. Prenos se tehnički vrši obeležavanjem na samoj hartiji firme, odnosno imena novog imaoca i stavljanjem potpisa od strane prenosioca. Kod cesije hartija od vrednosti na ime dužnik ne može doći u nepovoljniji položaj zbog njihovog prenosa na novog poverioca. Oni može u toku prenosa staviti svoje primedbe starom poveriocu ili pak novom imaocu... Šira robno novčana razmena kako u nacionalnim tako i u međunarodnim razmerama zahtevala je uprošćenje postupka prenosa hartija od vrednosti kao i veću sigurnost u smislu ograničenja mogućih prigovora izdavaoca hartije. To se postiže izdavanjem i uvođenjem u promet hartije od vrednosti po naredbi. Ona je slična hartiji na ime osim što je kod njenog izdavanja ugrađena dodatna klauzula "ili po naredbi". Na ovaj način izdavalac hartije od vrednosti obavezuje se da će svoju obavezu plaćanja izvršiti licu naznačenom u hartiji ili bilo kom drugom licu na koje svoja prava iz hartije ono prenese".[975]

---

[973] Ibidem, st. 52.
[974] Mr D. Milojević. op. cit., 150.
[975] Mr D. Milojević. op. cit., 143-144.

Pravo iz hartije od vrednosti po naredbi prenosi se indosamentom. "Indosament je pismena izjava (naredba) na poleđini hartije od vrednosti ili na posebnom dodatku - alonžu, kojom imalac hartije - indosant prenosi svoja prava iz hartije na drugo lice - indosatara. Klauzula "po naredbi" omogućuje indosataru da putem indosamenta postane indosant, tj. da stekne mogućnost da izvrši prenos prava na drugog poverioca. Uz uslov neprekidnog niza indosamenata hartija od vrednosti po naredbi može se neograničeno prenositi sve do momenta izvršenja obaveze od strane njenog izdavaoca. U ovu vrstu hartija od vrednosti ubrajaju se menice, ček i dr.

Hartije od vrednosti na donosioca su pismene isprave koje, pored drugih bitnih i zakonom određenih elemenata, sadrže označenje da se radi o hartijama na donosioca. Ove hartije se odlikuju velikom sposobnošću cirkulacije, jer se pravo iz njih prenosi jednostavno njihovom predajom. I kod ovih hartija, kao i kod prethodne dve vrste hartija od vrednosti. važi pravilo da pravo iz hartije proizlazi iz prava na hartiju. Loše strane hartija od vrednosti na donosioca su u tome što su u prometu nesigurne. S jedne strane, izvršenje obaveze može se tražiti samo od izdavaoca hartije na donosioca jer su ostala lica koja su učestvovala u njenom prometu nepoznata. Nema prava regresa. S druge strane, gotovo je nemoguće zakonitom imaocu ostvariti pravo iz hartije na doiosioca ako doće do gubitka hartije (gubitak, uništenje, kraća).

I postupak sudske amortizacije je veoma otežan jer se hartija mora identifikovati, mora se dati njena sadržina, tj. oznake po kojima se razlikuje od drugih. Hartije od vrednosti prema prprodi prava, sadržanog u hartiji mogu biti: stvarnopravne hartije, obligaciono-pravne hartije i hartije s pravom učešća.

Stvarnopravne hartije od vrednosti sadrže određeno stvarno pravo na pokretnim stvarima, koje se može koristiti samo na osnovu te hartije, npr., založnica, skladišnica i dr.

Obligaciono-pravne hartije od vrednosti inkorporiraju određenu obligaciju čiji je sadržaj neka tražnja, najčešće izražena u izvesnoj svoti novca ili u nekom drugom činjenju. U ove hartije spadaju: ček, menica, obveznica, potvrda o deponovanim sredstvima, blagajnički zapis, štedna knjižica i dr. Izvršenje obaveza po ovim hartijama vrši se njihovom prezentacijom od strane dužnika.

Hartije s pravom učešća sadrže pravo članstva njihovog vlasnika u nekom pravnom licu. Imalac ovih hartija od vrednosti stiče pravo upravljanja i učešća u ostvarenoj dobiti. Visina dobiti ostaje nepoznata sve do završetka poslovne godine i utvrđivanja visine ostvarene dobiti, odnosno dela koji će biti isplaćen imaocima ovih hartija od vrednosti".[976]

Davanje odobrenja za izdavanje dugoročnih hartija od vrednosti propisano je Pravilnikom o uslovima za davanje odobrenja o izdavanju dugoročnih hartija od vrednosti i robu tržišta kapitala koje je donela Komisija tokom 1990. god. Za dobijanje odobrenja nodnosi se pismeni zahtev, koji sadrži podatke o izdavanju

[976] Ibidem,st. 144.

dugoročnih hartija od vrednosti, o emisiji hartija od vrednosti, o poslovnoj i razvojnoj politici izdavaoca hartija od vrednosti itd. Osnovni podaci o izdavaocu jesu:[977]

1. naziv i sedište izdavaoca dugoročnih hartija od vrednosti.
2. datum osnivanja,
3. karakter preduzeća (društveno ili privatno).
4. broj pod kojim je upisano u sudski registar,
5. podaci o kapitalu izdavaoca (visina osnivačkog, odnosno sopstvenog kapitala i njegova struktura),
6. podaci o predmetu poslovanja,
7. podaci o finansijskim rezultatima poslovanja:
   a) bilans stanja i bilans uspeha,
   b) isplaćene dividende po deonicama,
   c) plasmani u hartije od vrednosti,
   d) obim ukupnih kredita i
   e) obim dospelih, a neizmirenih obaveza.
8. podaci o poslovnom organu izdavaoca:
   a) lični podaci;
   b) ovlašćenje za predstavljanje i zastupanje;
   c) učešće rukovodećih radnika u imovini preduzeća;
9. priznanja u zemlji i inostranstvu.

U vezi sa emisijom hartija od vrednosti za koju se traži odobrenje, potrebno je dostaviti:[978]

1. obim emisije;
2. namenu sredstava pribavljenih po osnovu izdavanja hartija od vrednosti;
3. vrstu hartija od vrednosti;
4. karakter hartija od vrednosti (da li su namenjene za tržište ili su interne),
5. zaštitu od falsifikovanja (kvalitet i opremanje hartija od vrednosti);
6. elemente hartije od vrednosti iz člana 20. odnosno 29. Zakona o hartijama od vrednosti;
7. rok upisa, uplate i način uplate;
8. prava kupaca hartija od vrednosti:
   a) dividenda kod deonica, odnosno kamata kod obveznica;
   b) način isplate dividende odnosno kamate;
   c) pravo u upravljanju;
   d) druga prava:
9. prenosivost hartija od vrednosti;
10. prodajna mesta hartija od vrednosti:
11. faksimil hartija od vrednosti (sa kuponima i drugim elementima):

[977] R. Lazić, Funkcionisanje tržšita novca i tržišta kapitala u Jugoslaviji,Finansijska praksa 9-10/90 st. 539-553.
[978] Ibidem, st. 545.

12. tržišna područja na kojima će se vršiti plasman hartija od vrednosti i na kojima su dosadašnje emisije plasirane.

Podaci o poslovnoj i razvojnoj politici izdavaoca hartija od vrednosti odnose se na:[979]

- očekivanu dobit;
- način korišćenja dobiti;
- očekivanu stopu rasta proizvodnje;
- razvojni plan izdavaoca i ocenu poslovnih izgleda za period od tri godine u slučaju izdavanja deonica, odnosno kod izdavanja obveziica rok njihovog dospeća za naplatu, čija realizacija bi se obezbedila sredstvima ostvarenim izdavanjem hartija od vrednosti za koje se traži dozvola. Uz zahtev za izdavanje odobrenja za izdavanje dugoročnih hartija od vrednosti prilaže se i određena dokumentacija, i to:[980]

1. Akta o osnivanju i strukturi organizacije izdavaoca hartija od vrednosti;
2. Mišljenje službe društvenog knjigovodstva o bonitetu;
3. Odluka o izdavanju deonica, odnosno zakon ili odluka o izdavanju obveznica;
4. Izjava odgovornog lica da je emisija zasnovana na pozitivnim zakonskim propisima, da su podaci navedeni u zahtevu verodostojni i pravno valjani i da su obezbeđeni svi uslovi za štampanje hartija od vrednosti;
5. Prospekt hartije od vrednosti.

Izdavalac dugoročnih hartija od vrednosti je dužan da, uz pismeni zahtev Komisiji za davanje odobrenja, podnese i mišljenje banke o njegovom bonitetu. Stručna komisija sastavljena od predstavnika svih unkcija banke (kontrola, revizija, informativno-analitički poslovi, platni promet) u roku od 45 dana daje mišljenje o bonitetu izdavaoca dugoročnih hartija od vrednosti na bazi jedinstvenih pokazatelja za ocenu boniteta poslovanja pravnih lica privrede po polugodišnjim i godišnjim obračunima, podataka dobijenih od preventivne kontrole, podataka iz postupka kršenja inspekcijske kontrole, podataka iz postupka vršenja ekonomsko-finansijske revizije i ocene završnih računa. Obrada jedinstvenih pokazatelja se vrši po polugodišnjem i godišnjem obračunu za poslednje tri godine. U tom sklopu, najvažniji su pokazatelji finansijske stabilnosti, likvidnosti i poslovne uspešnosti. U strukturi pokazatelja finansijske stabilnosti tri su najvažnija, i to: pokazatelj finansijske sigurnosti, koeficijent samofinansiranja i nivo kreditne sposobnosti.

Indikator finansijske sigurnosti u osnovi reprezentuje učešće trajnog kapitala u ukupnim izvorima poslovnih sredstava. Pokazatelj (pfs) se izračlšava na bazi odnosa trajnog kapitala (Tk) i ukupne pasive (Up):

---

[979] Ibidem, st. 545.
[980] Ibidem, st. 545.

$$Pfs= (Tk / Up) \times 100$$

Nivo (koeficijent) samofinansiranja (Ks) u pravilu odslikava odnos između trajnog kapitala (Tk) i dugoročnih rezervisanja (Dr) i zbira stanja nematerijalnih ulaganja (Nu,

$$Ks= (Tk+Dr) / (Nu+Mu+Z)$$

Konačno, nivo kreditne sposobnosti (Nks) reflektuje odnos trajnog kapitala (Tk), dugoročnih rezervisanja (Dr) i dugoročnih obaveza (Do) prema stalnim sredstvima (Ss):

$$Nks= (Tk+Dr+Do) / Ss$$

Pokazatelji likvidnosti jesu indikatori trenutne likvidnosti, indikatori tekuće likvidnosti i indikatori opšte likvidnosti. Trenutna likvidnost (Lt) kvantifikuje se kao odnos hartija od vrednosti i novčanih sredstava (Hv + Ns), s jedne strane, i kratkoročnih obaveza (Ko), s druge strane:

$$Lt= (Hv+Ns) / Ko$$

Tekuća likvidiost (T1) pak reflektuje kvantitativni odnos između obrtnih sredstava (Os) reduciranih za zalihe (Z) i kratkoročnih obaveza (Ko):

$$T1= (Os-Z) / Ko$$

Konačno, indikator opšte (generalne) likvidnosti (Lo) reprezešuje odnos ukupnih (totalnih) obrtnih sredstava (Os) i kratkoročnih obaveza (Ko):

$$Lo= Os / Ko$$

U finansijskoj teoriji i praksi, "pokazatelj finansijske stabilnosti predstavlja stepen finansijske sigurnosti, stepen samofinansiranja i stepen kreditne sposobnosti. Pravno lice je finansijski sigurnije ako u ukupnim sredstvima ima veće učešće trajnog kapitala od tuđih izvora poslovnih sredstava, ato znači da jedno lice ima 5 0% i više trajnog kapitala u ukupnim sredstvima. Pokazatelj stepena samofinansiranja predstavlja sposobnost pravnog lica da trajnim kapitalom može da finansira sva svoja materijalna i nematerijalna ulaganja u zalihe, kao i dodatna ulaganja, a da se pri tom ne zaduži putem kredita ili drugog vida zaduživanja. Za ovaj stepen samofinansiranja potrebna je optimalna stopa I, Pokazatelj finansijske stabilnosti izražava se i stepenom kreditne sposobnosti koji rezultira kao odnos trajnih izvora, dugoročnih rezervisanja i dugoročnih obaveza, s jedne, i stalnih sredstava. s druge strane. Pravno lice je kreditno sposobno ako za svoja stalna sredstva obezbeđuje kvalitetna sredstva u izvorima - da može da ih pokrije, s tim da taj pokazatelj bude veći od 1, ako je pokazatelj veći od 1, znači da su i obrtna sredstva pokrivena u izvorima, a višak vrednosti pokazatelja iznad 1, predstavlja ..neto obrtna sredstva"... Pokazatelji likvidnosti su pokazatelji solventnosti pravnog lica... Pokazatelj trenutne likvidnosti pokazuje koliko kratkoročnih

obaveza bi se na određeni dan moglo izmiriti novčanim sredstvima i hartijama od vrednosti... Pokazatelj tekuće likvidnosti prikazuje da pravno lice na određeni dan ima obrtnih sredstava u visini neizmirenih kratkoročnih obaveza."[981]

No, za našu analizu važni su i indikatori (pokazatelji) poslovne uspešnosti. i to:[982] (a) bruto dobit po radniku, (b) akumulacija po radniku, (c) ukupni gubitak po radniku, (d) stepen akumulativne sposobnosti (odnos ostvarene akumulacije prema prosečnim poslovnim sredstvima), (e) odnos akumulacije prema trajnom kapitalu, (f) stepen reproduktivne sposobnosti (ostvarena neto amortizacija prema prosečnim poslovnim sredstvima) i (g) prosečni obračunati čisti lični dohoci i naknade ličnih dohodaka po radniku u obračunskom periodu (mesečni prosek). Navedeni pokazatelji jesu simultano indikatori efikasnosti firme.

17. ULAGANJA U VREDNOSNE PAPIRE: PORTFOLIO INVESTIRANJE

Portfolio investiranje reflektuje ulaganje u vrednosne papire. Primarni cilj ovog tipa investiranja jeste sticanje dohotka (dobiti), ali i kontrola nad kompanijom koja emituje akcije (pod uslovom da se ulaganja vrše u akcije). Time se želi i ostvarenje većeg prinosa u odnosu na obimna ulaganja na štednju. To je, dakle, motiv ulaganja u vrednosie papire sa stalnim ukamaćenjem. No, portfolio investitor ne bavi se neposrednim razvijanjem poslovne aktivnosti i osvajanjem tržišta kao direktni investitor nego samo "sečenjem kupona".

Kapital se danas, po pravilu, kreće u dva smera u vidu međunarodnog javnog kapitala i međunarodnog privatnog kapitala. "Privredni kapital (po jedinici, proizvodne kompanije i banka), sa svoje strane, kreće se, prvenstveno: u obliku direktnih investicija, u obliku portfolio investicija (akcije i obveznice) i u obliku depozita i kredita. Javni kapital (javne banke i državni budžet) kreće se, prvenstveno, u obliku bilateralnih i multilateralnih zajmova i kredita, u obliku portfolio investicija u obliku ekonomske pomoći. Praktično, iskustvo pokazuje da pojedinci, najviše ulažu u depozite, akcije i obveznice; preduzeća u proizvodnom obliku (direktne investicije); banke u obliku, depozita i kredita, akcija i obveznica a država u obliku zajmova i ekonomske pomoći... Portfolio plasmani predstavljaju međunarodno kretanje kapitala u obliku akcija i obveznica. Akcije su vrednosni papir, kao dokaz o dugoročnom finansijskom ulogu kapitala, koji vlasniku daje pravo da, srazmerno ulogu, svake godine, učestvuje u dobiti preduzeća u koje ulaže. Ulagač se, kod ovog oblika, ne angažuje direktno u procesu proizvodnje (i tu je osnovna razlika u odnosu na direktna ulaganja). ali ako uloži, određeni, veći iznos kapitala ima pravo da bude zastupljen u upravnom odboru i da, tim putem,

[981] Ibidem, st. 549-550.
[982] Ibidem, st. 550-551.

odlučuje o razvojnoj politici preduzeća u koje ulaže. Do privredne krize iz 1929. god. ovo je zajedno sa međunarodnim dugoročnim obveznicima, bio najznačajniji oblik međunarodnog kretanja kapitala. Sada se, na ovaj način, uglavnom unutar kapitalističkih zemalja, prikupljaju sredstva ogromnog broja. prvenstveno, privatnih vlasnika, radi razvoja unosnih proizvodnih programa. Time se povećava kapital proizvodnih kompanija i često menjaju vlasnici kapitala u njima, a prednost za korisnika je da je to kapital koji stalno kod njega ostaje. Procenat ulaganja ukupne štednje građana u akcije iznosi, npr. u SAD 22%, u Japanu 9%. U SAD, npr. i preko 10 miliona vlasnika akcija promeni svoje vlasništvo u pojedinim preduzećima. Zbog toga sve kapitalističke zemlje imaju razvijena tržišta akcija. a kurs (tzv. dividenda) zavisi od sigurnosti kompanija u koju se kapital ulaže i izgleda da se ostvari što veći nivo zarade. Najznačajnije berze akcija su: Njujorška berza, Londonska berza, Pariska berza i Tokijska berza. tzv. "New York Stock Excange" ili Wall Streat"je najveća berza akcija u svetu, a osnovana je 1792. godine. Ona ne obavlja terminske poslove, a dozvoljava kotiranje samo prvoklasnim akcijama. Mnogo dužu tradiciju, međutim, ima londonska berza, budući da joj počeci rada dosežu u XVI vek. Za tadašnju ekspanziju engleske privrede, u nedostatku sopstvenih izvora, vlada i velike kompanije pribegavale su pozajmljivanju na tržištu kapitala. Akcije i obveznice postale su predmet kupoprodaje, trgovinskog posredovanja, špekulacija i sl. Izrastao je ceo sloj posrednika koji žive od ponude i tražnje hartija od vrednosti, tj. licitacije o njihovoj ceni.

Tokom vremena došli smo do mobilnih berzanskih institucija. tesno povezanih komnjuterskim vezama. koje budno prate sve događaje u svetskoj privredi da bi izbegle iznenađenja kod formiranja cena akcija i obveznica. Londonska berza ima, npr., 3500 članova, koji predstavljaju preko 400 velikih firmi. Kao slika kretanja na berzi cene raznih industrijskih, trgovačknh, vladinih i drugih hartija od vrednosti koriste se razni indikatori. Najčešće primenjivan indikator je tzv. Dow Jones prosek, u stvari indeks cena hartija od vrednosti u SAD, koji se zaspiva na praćenju 3 0 industrijskih. 20 transportnih, 15 trgovinskih i 65 ostalih proseka cena. Ovaj indeks ne otkriva tendencije samo u pogledu cena hartija od vrednosti, nego i kretanja opštih poslovnih trendova. što je posebno uočeno (na porastu cena akcija) posle dolaska Regana na vlast u SAD početkom 1980. godine, kao i ogroman pad cena akcija pod pritiskom mnogih okolnosti (pad kursa dolara i procena perspektivnog rasta američke privrede) u poslednjoj godini Reganovog mandata, krajem 1987. i početkom 1988. godine.

Obveznice su vrednosni papiri koje vlasnik dobija pri ulogu kapitala, a koji mu posle isteka određenog vremenskog perioda garantuju otplatu njegovog uloženog kapitala uz naplatu određene fiksne ili promenjljive kamate. Privredna stabilnost i monetarna sigurnost realnog uloga u vreme zlatnog standarda stimulnsala je ovaj oblik međunarodnog ulaganja kapitala, sve do privredne krize iz 1929. godine, kada su usled recesije i nestabilnosti otežani uslovi za međunarodno plasiranje kapitala u ovom obliku. Posle drugog svetskog rata na tržištima

obveznica cirkulisale su samoobveznice vlada i javnih subjekata, da bi tokom šezdesetih godina ponovo oživele tržište obveznicama, prvenstveno u sklopu nastanka i razvoja evrodolarskog tržišta kapitala. Izdavaoci obveznica i na evrodolarskom tržištu, su najčešće, međunarodne organizacije (npr. Međunarodna banka i njene afilijacije), visoko razvnjene zemlje, multinacionalne kompanije (npr.Philips, ICI, IBM, i druge) velike nacnonalne banke. gradovi (npr. Oslo, Montreal, Minhen i sl.), a kapital u ovom obliku plasiraju banke na evrodolarskom tržištu. U toku trajanja zajma sa njima se trguje među bankama, a predmet su kotiranja i na berzama. U toku 1984. kamata je bila ili fiksna (npr. 8.5) ali varijabilna.[983]

18. PRETVARANjE DUGA U AKCIONARSKI KAPITAL

Pretvaranje duga u akcionarski kapital je jedno od rešenja za prezadužene zemlje u aktuelnom trenutku savremenog sveta u kome Međunarodni monetarni fond diktira i uslovljava makroekonrmske finansijske politike, politiku prestrukturiranja i prilagođenja u privredne reforme zemalja Trećeg sveta i tzv. socijalističkih zemalja. U tom kontekstu, Blackwela i Noccera ističu važnost aranžmana zamene duga za akcijski kapital, koristi od šeme pretvaranja spoljnog duga u akcijski kapital i implikacije za privredni razvoj.[984] "Tokom prethodnih godina otvoreni su brojni inovativni putevi snižavanja tereta duga visoko zaduženih zemalja. Razvijene su šeme u kojima su ove zemlje ponudile otkup svojih dugova uz diskont, ili njegovo pretvaranje u druge oblike sredstava kao što su obveznice ili sirovine. Od ovih šema korišćene su najviše one koje su obezbeđivale zameiu duga za deoničarski (akcijski) kapital. Porast obima zamene duga za akcijski kapital (debt- equity swap) podstaknut je rastućim poimanjem u zemljama dužnicima, da inostrane investicije mogu predstavljati značajan doprinos privrednom rastu, kroz procvat sekundarnog finansijskog tržišta dugovnih obligacija zemlje prema inostranim bankama, te zbog tekućeg globalnog kretanja ka konverziji duga u prenosive vrednosne papire. Zakonska regulativa koja oređuje načine na koje je zemljama dozvoljeno da svoj dug prema komercijalnim bankama zamene za akcijski kapital u određenim privrednim sektorima njihovih ekonomija značajno se razlikuje od zemlje do zemlje. Čak unutar pojedinih zemalja, mogu biti različiti uslovi koji se primenjuju na takve transakcije, prema svrhi sa kojom se ulazi u zamenu, aspektima monetarne politike, i ostalim činiocima. Kolike god bile razlike često tajanstvenih regulativa i stvarnih oblika takvih transakcija. većina aranžmana zamene duga za akcijski kapital udovoljava osnovnom obrascu. Prvo, banka prodaje uz diskont (kažimo od 35 pa čak i više od 70 procenata) neizmireni zajam odobren agenciji u javnom sektoru ili ponekad

[983] D. M. Vukonić, Međunarodna trgovinska politika, Savremena administracija, Beograd. 1991. st. 90-92.
[984] M. Blackwell I S. Nocera, The Impact of Debt to Equity Conversion, Finance and Dvelopment, juni 1988.

preduzeću u privatnom sektoru u zaduženoj zemlji. Drugo, investitor često multinacionalna kompanija proizvođač, kupuje zajmovni papir uz diskontnu cenu i podnosi ga centralnoj banci zemlje dužnika, koja otkupljuje zajam po nominalnoj vrednosti ili uz skroman diskont (od recimo 10 procenata) u domaćoj valuti po preovlađujućem tržišnom deviznom kursu. Treće, investitor pribavlja akcijski kapital u zaduženoj zemlji koristeći tu domaću valutu. koju je stvarno kupio pod povoljnijim uslovima, nego što bi to ostvario kroz regularne transakcije na deviznom tržištu. Sada se sve češće drugi i treći korak ovih procesa sažimaju u jedan, pošto su neke banke ohrabrene izmenama u zakonskoj regulativi o bankama u SAD, zamenile svoje odobrene kredite za akcijski kapital u zemljama dužnicima...

Banke prodaju svoje dužničke papire ili ulaze u zamenu duga za akcijski kapital zbog različitih razloga, koji odslikavaju ciljeve upravljanja sredstvima banke i poslovnih strategija. Rukovodstvo banke će prodati svoje zajmovne papire koje poseduje, ukoliko osepa, da čineći to jača svoju finansijsku poziciju, i u krajnjoj liniji doprinosi ostvarenju bolje kreditne pozicije banke. Jedna specifična prednost prodaje dužničkog papira je u mogućnosti raščišćavanja bankarskih poslovnih knjiga od problematičnih zajmova i prilagođavanja pozicije svih sredstava u aktivi bilansa stanja. Druga prednost je da takva prodaja zajma banci omogućava da snizi svoju kreditnu izloženost riziku, i da izbegne ili smanji potrebu da je kasnije poveća, tokom zajedničkog finansijskog paketa za zemlju dužnika koja je u pitanju. U mnogim takvim paketima, od banke kreditora ne samo da se očekuje da prihvati odlaganje naplate glavnice, već takođe da se pridruži ostalim bankama kreditorima u odobravanju novih zajmova, da bi se pokrile finansijske potrebe zemlje dužnika tokom dogovorenog perioda prilagoćavanja. Ukoliko banka ne uspe da udovolji tim zahtevima, i ukoliko njene dospele otplate nije pokrila zemlja dužnik, tada originalni bankarski zajam može postati ieoperativan i nekamatonosan, sa posledičnom potrebom, da se utvrde gubici i iskažu u bilansu uspeha banke. Na kraju, upravljači bankom mogu smatrati rentabilnijim da prodaju svoje zajmovne papire uz diskont i reinvestiraju utisak, nego da se drže du ga sa neizvesnim izgledima otplate kamate i glavnice. Većinu prodaja dugovnih papira obavljaju kontinentalne evropske banke i manje regionalne banke iz SAD, sa relativno malom izloženošću u visoko zaduženim zemljama. Banke sa većom kreditnom izloženošću nisu voljne da prodaju svoje dugovne papire sa diskontom, zbog neizvesnosti do koje će mere računovodstveni standardi iziskivati da ost ali zajmovi odobreni zemljama o kojima se radi, budu na sličan način otpisani. Najveće banke iz SAD su posebno bile neodlučne da prodaju čak i najmanji deo svojih zajmovnih papira...

Za kompanije koje žele da investiraju u zaduženu zemlju, naj očiglednija prednost zamene duga za akcijski kapital je mogućnost koja dozvoljava pribavljanje domaće valute po veoma povoljnim uslovima za investicije. Što banke nude veći diskont na dug i što je atraktivnija cena po kojoj će zemlja dužnik otkupiti dug, veći je stimulans da se uključe u transakciju. Ipak, razlika između troškova

transakcije zamene duga za akcijski kapital i regularne transakcije direktnih inostranih investicija, što je efektivna subvencija, morala bi biti prilično visoka da kompenzira investitore za potencijalne nedostatke ovakvih transakcija. Tačnije naznačeno, vlasti mogu nametnuti veće restrikcije na repatrijaciju kapitala i profita u transakcijama zamene duga za akcijski kapital, nego što je to slučaj kod regularnih transakcija direktnih inostranih investicija. Sledstveno tome, kompanije mogu biti ograničene kako i gde mogu koristiti lokalna devizna sredstva, dobijena zamenom duga...

Zemlje koje pretvaraju svoje dugove u akcijski kapital spremne su to da čine, ne samo zbog toga što žele da snize svoj nivo spoljne zaduženosti, i verovatno pomognu ponovno uspostavljanje svoje kreditne sposobnosti, već takođe jer veruju da će nove investicije koje se javljaju kao rezultat ovog procesa stimulisati ekonomski rast. Usmeravajući ove investicije u supstituciju uvoza ili u izvozno orijentisane industrije, generalno posmatrano vlasti se nadaju da će poboljšati spoljnotrgovinske performanse svoje zemlje. Takođe se nadaju da će uspešne investicije ove vrste stvoriti nova radna mesta bilo direktno, ili indirektno kroz porast tražnje za domaće proizvode privrednim inputima, te da će sledstveno tome proširiti poresku osnovicu zemlje. Uz to, nadaju se da će nove tehnologije i rukovodilačka stručnost koje su često združene sa inostranim ulaganjima doneti sa sobom značajan porast produktivnosti.

Sa računovodstvene tačke gledišta zamena akcijskog kapitala za dug ima mali ili nikakav efekat na poziciju neto zaduženosti zemlje. U većini slučajeva potraživanja ostalog sveta prema ovoj zemlji samo su reklasifikovana, to jest nema neto priliva kapitala ukoliko se dug otkupljuje po svojoj nominalnoj vrednosti. Prisutan je određeni priliv kapitala ukoliko je dug otkupljen po manjoj vrednosti od nominalne, ili ukoliko zemlja nametne uslov da zamenu duga mora pratiti nova direktna investicija. Kroz transakciju zamene duga za akcijski kapital zemlja jednostavno razmenjuje jedan oblik eksterne obaveze za drugi - 0 dug sa fiksnim opsluživanjem i neprekidnim obavezama otplate za druga oblik - direktne investicije. Ipak, jedan način na koji se može uticati na platni bilans je, ukoliko su isplate dividende po osnovu kapitala ili kapital koji je u vezi sa investicijom u akcijski kapital, iznad vrednosti otplate kamate i glavnice, koja bi dospela na otkupiv spoljni dug. Ova situacija neće uvek biti na uštrb zemlje, jer bi ipak, tekuće isplate bile vezane za rentabilnost investicija, pre nego za kamatnu stopu koja može biti određena činiocima koji su izvan kontrole zemlje dužnika. Otuda je rizik neudovoljavanja međunarodnim obavezama otplate prebačen sa zajmoprimca na inostranog investitora. U obimu u kome ovaj preokret snižava neto otplate inostranstvu, i u meri u kojoj inostrani devizni prihodi po osnovu porasta novog izvora ili industrije koja supstituiše uvoz, zamena duga za akcijski kapital može ublažiti teret servisiranja duga zadužene zemlje.

Zamena duga za akcijski kapital može imati snažan uticaj na monetarnu i fiskalnu politiku zemlje koja otkupljuje dug, posebno ako se obavlja značajan

obim razmena. Monetarni efekat zavisi od toga kako se finansira domaća strana finansijske transakcije. Ukoliko vlada finansira transakciju kroz konsolidovani bankarski sistem, postojaće ekvivalentna monetarna ekspanzija i mogući inflatorni pritisci. Tabela pokazuje da minimalna konverzija od 5 procenata neizmirenog duga prema komercijalnim bankama u četiri najzaduženije zemlje može voditi ka porastu domaće ponude novca od 33 do 59 %. Čak iako vlasti zemlje dužnika zauzmu različit pristup i odluče da finansiraju zamene direktio prodajom vladinih obveznica privatnom sektoru, ne mogu izbeći težak izbor u domenu ekonomskih politika. Finansiranje zamene duga za akcijski kapital može značajno ispumpati domaća tržišta kapitala, takođe u dobroj meri može imati za rezultat značajan negativan efekat, izazivajući pritisak na porast kamatnih stopa, te otuda isceditи domaće ekonomske agense. Šta više, izgleda da ograničena veličina domaćih tržišta kapitala u većini zemalja dužnika može da ponudi veoma malo prostora za apsorbovanje visokog iznosa javnog duga, koji bi bio potreban za značajne aranžmane razmene duga za obveznice. Otuda domaće monetarne vlasti se mogu suočiti sa ograničenjima u odnosu na obim zamena duga za akcijski kapital, u odnosu na ono što mogu razumno prihvatiti. Na fiskalnoj strani zamena obaveza prema inostranstvu sa domaćim obligacijama - bilo konsolidovanog bankarskog sektora ili privatnog sektora, može imati za rezultat porast vladinih dužničkih obaveza, koje se moraju servisirati u domaćoj valuti, u obimu u kome je domaća realna kamatna stopa viša od kamatne stope koja se primenjuje na inostrani dug. Ovaj trošak, kao i finansijske implikacije rane otplate inostranih dugova, moraju se uzeti u obzir u vladinom sfinansijskom programu. U većini slučajeva, zamena duga za obveznice nije obavljena unutar ili kroz inostrano devizno tržište, i nije verovatno da će biti ostvarena bilo kakva veza sa deviznim kursom zemlje dužnika koja je uključena. Ipak, ukoliko se smanjuje neto odliv inostranih obaveza, čak i marginalno kao rezultat konverzije, moguća tražnja za domaćim rezervama može se smanjiti. Koristan efekat na rezerve ipak može biti prevaziđen u određenom obimu činjenicom, da kada je investirano kroz konverziju duga u akcijski kapital umesto kroz direktne kupovine domaće valute na inostranom deviznom tržištu, potencijalni dodaci deviznim rezervama će biti propušteni.

Svi aranžmani zamene duga za akcijski kapital, bez obzira da li uključuju konverziju javnog ili privatnog duga, pod značajnim su uticajem vladinih politika zadužene zemlje koja je u pitanju. Vlada može nadgledati potencijalne investitore i odlučiti koje da uključiu zamene duga za akcijski kapital. Može odlučiti da otkupi dugovni papir po manjoj od nominalne vrednosti, i time smanjiti stimulans stranom investitoru da se upušta u takve transakcije. Još važnije je, da kada vlada naznači privredni sektor u koji se usmeravaju prihodi u lokalnoj valuti po osnovu konverzije dugova, stvarno primenjuje investicioni program koji nije vođen čisto tržišnim signalima. Ove investicione aktivnosti združene sa takvim programom ne moraju se reflektovati na efikasnu alokaciju resursa, te otuda mogu voditi u distorzije. U procenjivanju koristi programa zamene duga za akcijski kapital,

zemlje dužnici usmerile su mnogo pažnje na pitanje, da li takve zamene sasecaju neto priliv deviznih sredstava, koji bi se inače ostvario na drugi način. Briga da su zamene duga za akcijski kapital samo supstitut priliva "novog" novca direktnim investicijama, navela je neke zemlje kao što je na primer Argentina, da formulišu svoje programe na takav način, da dug zamenjen za akcijski kapital mora biti praćen "novim" novcem. Sledeći razlog zbog koga vlasti nekih zemalja oklevaju da promovišu programe zamene duga u akcijski kapital dolazi iz njihove zebnje da prenesu bilo koji deo suverenih prava njihovih privreda. Delimično su ovi razlozi bili ti, koji su činili zajmove stranih banaka privlačnijim nego što su to bile investicije u akcijski kapital tokom 1970-tih godina. Manje je verovatno da će zemlje koje veruju da domaći resursi moraju da ostanu u nacionalnim rukama, ohrabrivati zamene duga za akcijski kapital.

Zamene duga za akcijski kapital iako nude mnoge prednosti kreditorima i zemljama dužnicima, ne mogu se smatrati lekom za dužničku krizu. Pošto konverzija duga u akcijski kapital nužno ne pruža dodatni inostrani kapital (stvarno zamena može omogućiti supstituciju dodatnih inostranih fondova) određeni deo resursa potreban za porast društvenih bruto investicija mora doći iz domaće privrede. U obimu u kome su već ovi resursi neuposleni, dodatni rashod izazvan zamenama duga za akcijski kapital možda bi mogao biti apsorbovan sa malim porastom stopa inflacije ili domaćih kamatnih stopa ili sa malim pritiskom na platni bilans. Ipak uz sve to, ukoliko privreda funkcioniše blizu svojih punih kapaciteta, bilo koji porast investicione potrošnje mora ili izbaciti sa svog mesta ostale domaće rashode kao rezultat viših cena i/ili viših kamatnih stopa, ili imati za rezultat pogoršavanje trgovinskog bilansa. Obuhvatno posmatrano, zamene duga za akcijski kapital mogu ublažiti teret duga, čineći lakšim upravljanje servisiranjem obaveza prema inostranim partnerima i može doprineti ekonomskom rastu privlačenja novih investicija u efikasne privredne sektore. Ipak se mora priznati da ograničenja koja nameđu monetarni, fiskalni i ostali ekonomski razlozi, znače da će ostati donekle ograničen iznos zamena duga za akcijski kapital koji može biti finansiran.[985]

18.1. Konverzija spoljnog duga u ulaganja: DEBT / EQUITY SWAP

Ovaj tip konverzije duga jeste inovativni mehanizam u politici rešavanja krize dugova, koji se ogleda u trgovini dugovima (swap transakcije) na sekundarnom tržištu i to dugovima koji su reprogramirani i refinansirani prema komercijalnim bankama. Oblici swap transakcija na sekundarnom tržnštu spoljnih dugova zemalja u razvoju su:[986]

- Debt/products, services swap (otkup duga izvozom robe i usluga);

[985] Dr Ž. Ristić i mr B. Ljutić, op. cit., str. 423—429.
[986] A. Dejanović. Konverzija spoljnog duga u ulaganja (debt/equity swap), Finansije 7-8/91. st. 393.

- Debt/debt swap (zamena duga jedne za dug druge zemlje);
- Debt securization (konverzija duga u posebne obveznice);
- Debt by back (otkup vlastitog duga iz sredstava novog zaduživanja u inostranstvu;
- Debt/lokall s (konverzija duga u lokalnu valutu zemlje dužnika).

Dva su mehanizma prisutna kod swap transakcija na sekundarnim tržištima, i to: (1) Mehanizam neposredne zamene potraživanja za robu, usluge i ulog u firmu dužnika, i (2) Mehanizam konverzije potraživanja u lokalnu (domaću) valutu dužnika za plaćanje robe. Međutim, mehanizam konverzije duga (ulaganja u debt equity swap) reprezentuje već direktna ulaganja (razni oblici investiranja), ili formiranje akcijskog kapitala. Konverzija duga i inostrana ulaganja reprezeituju transakciju koja implicira kupovinu duga uz diskont od strane investitora (domaćeg ili stranog), koji podnosi dug centralnoj banci države-dužnika koja otkupljuje svoj dug u nacionalnoj valuti; dok swap duga u akcijski kapital predstavlja mehanizam konvertovanja konvertibilnog duga zemlje u lokalnoj valuti denominovane akcije u investicije strane komnanije u toj zemlji[987]. Nešto se prilikom definisanja ovih transakcija mora upotrebiti neki od čestih primera sa sekundarnog tržišta spoljnih dugova zemalja u razvoju. Npr. multinacionalna kompanija (investitor) ima interesa da ulazi u privredu zemlje dužnika. Odlučuje da to uradi kroz debt equity swap. Angažuje posrednika, saopštava mu uslove pod kojima je spreman da obavi transakciju. Posrednik na sekundarnom tržištu pronalazi banku koja nudi dug određene zemlje uz diskont od 70%. Znači, multinacionalna kompanija, investitor, za 30 miliona dolara u gotovini, dobija dužničke papire zemlje koji su nominirani na vrednost od 100 miliona dolara. Zatim, posrednik podnosi projekat investicije valdi zemlje dužnika da bi dobio dozvolu. Kada dobije "odobrenje, podnosi dužničke papire centralnoj banci zemlje dužnika. Dug čija je nominalna vrednost bila 100 miliona dolara, a tržišna cena 30 miliona dolara, prodaje se centralnoj banci zemlje dužnika za 55 miliona dolara u lokalnoj valuti. Ovaj iznos (55 miliona dolara) u lokalnoj valuti investitor ulaže u privredu zemlje dužnika. Takođe, plaća proviziju 2.5 miliona dolara posredniku za obavljene usluge.[988]

Debt/equity swap poslovi, po prprodi stvari , imaju i pozitivne i negativne strane, simultano. Pozitivni efekti za dužnika se ogledaju kroz nove investicije, kroz smanjenje deviznih obaveza i duga, kroz uštede na kamate, kroz podelu diskonta i rizika, i kroz povratak izbeglog kapitala.

Investitor ima manje troškove investiranja, a komkercijalne banke povećavaju svoju likvidnost, izbegavaju dodatno finansiranje dužnika i naplaćuju proviziju. Negativni efekti konverznje dugova u ulaganja ogledaju se kroz supsti-

[987] K. Kukot, Pretvaranje dugova u akcijski kapital debt/equity swap Jugoslovensko bankarstvo. Mart 1989. st.42.
[988] A. Dejanović. op. cit. st. 393-394.

tuciju novog priliva kapitala, a kroz bekstvo kapitala. kroz monetarne i fiskalne inflacione pritiske i kroz nejednak tretman investitora.

Debt/equity swap transakcije su moderne varijante privlačenja stranih investitora. U tu svrhu je čak uveden i novi termin - additionality, koji "označava masu direktnih investicija u određenu zemlju koja je isključivo privučena konverzijom duga u investicije, odnosno akcijski kapital. To je novi kanal za strana ulaganja. van konvencioialiog priliva investicija iz inostranstva. Možda bi se ova kategorija mogla prevesti kao dodatno investiranje kroz konverziju duga. Preciznije rečeno, to je investiranje do kojeg ne bi došlo da nije debt equity /swap transakcija. Postoji i pojam additionality, a on označava onu nejasnu granicu kada nije moguće baš jasno odrediti u kom stepenu je debt /equity swap privukao stranu investiciju. Ukoliko je nedvosmisleno konverzija duga u investicije ili akcijski kapital opredelila investitore, onda se govori o clear additionality. Cilj svake zemlje u razvoju je da svojim programom konverzije, odnosno investicionom klimom što više poveća dodatno investiranje kroz swap transakcije, jer što je većiadditionality, veća korist za zemlje trećeg sveta.[989]

19. STRANA ULAGANjA[990]

Strana lica mogu, radi obavljanja delatnosti pod uslovima uzajamnosti, ulagati sredstva u preduzeća i druge oblike organizovanja za obavljanje delatnosti ili usluga (u daljem tekstu: preduzeća) i osnivati preduzeća u skladu s ovim zakonom i drugim zakonima. Strano lice, u smislu ovog zakona, jeste pravno lice sa sedištem u inostranstvu i fizičko lice sa prebivalištem, odnosno boravištem u inostranstvu. Domaće lice, u smislu ovog zakona, jeste preduzeće, preduzetnik i fizičko lice sa sedištem, odnosno prebivalištem u Srbiji. Ulog stranog lica može biti u devizama, stvarima. uslugama, imovinskim pravima, hartijama od vrednosti i dinarima koji se, po propisima o deviznom poslovanju, mogu transferisati u inostranstvo. Strano lice može uložiti i dinare stečene otkupom i konverzijom obaveza (potraživanja) po određenim inostranim kreditima, odnosno konvertovani spoljni dug u skladu sa saveznim zakonom. Ulog domaćeg lica može biti u dinarima, devizama, stvarima, uslugama, imovinskim pravima i hartijama od vrednosti. Stvari, usluge i prava moraju se izraziti novčano. Strano lice može, samo ili sa drugim stranim, odnosno domaćim licem:

1. Osnovati preduzeće, ili
2. Ulagati sredstva u preduzeće.

Strano pravio lice može u našoj državi, osnovati deo svog preduzeća (filijalu), koji ima svojstvo pravnog lica i posluje po jugoslovenskim propisima. Način osnivanja i rada dela stranog preduzeća (filijale) propisuje Savezna vlada.

[989] Ibidem, st. 401.
[990] Vidi: Zakon o stranim ulaganjima. Sl. list SRJ, br. 79/94.

Strano lice može kupiti preduzeće, odnosno njegov deo ili akcije preduzeća u skladu sa zakonom. Strano lice može osnivati preduzeće i ulagati u preduzeće, na način i pod uslovima pod kojima domaća lica mogu osnivati preduzeća, odnosno ulagati sredstva u preduzeća, ako ovim zakonom nije drukčije uređeno. Strano lice ne može, samo ili sa drugim stranim licem, osnovati preduzeće u oblasti proizvodnje i prometa predmeta naoružanja i vojne opreme, energetike, železničkog saobraćaja, PTT usluga. šumarstva i javnog informisanja, u komunalnoj delatnosti (vodovod i grejanje), niti na području koje je, prema odredbama saveznog zakona, određeno kao zabranjena zona. Strano lice može dobiti dozvolu (koncesiju) za korišćenje određenog prirodnog bogatstva ili dobra u opštoj upotrebi ili za obavljanje delatnosti od javnog interesa. Stranom licu se može odobriti da izgradi, odnosno rekonstruiše, vodi i iskorišćava, na određeno vreme, određeni objekat, postrojenje ili pogon.

Osnivanje i ulaganje u organizacije za osiguranje, banke i druge finansijske organizacije i slobodne zone vrše se u skladu sa saveznim zakonom kojim se uređuje njihovo osnivanje, odnosno njihov pravni položaj. Strano lice po osnovu ulaganja ima pravo:

1. da upravlja, odnosno učestvuje u upravljanju preduzećem;
2. da prenese prava i obaveze iz ugovora o ulaganju ili ugovora, odnosno odluke o osnivanju na druga strana ili domaća lica;
3. da učestvuje u dobiti po osnovu uloženih sredstava i da slobodno transferiše i reinvestira tu dobit;
4. na povraćaj pojedinih uloženih stvari, saglasno ugovoru o ulaganju ili ugovoru, odnosno odluci o osnivanju;
5. na povraćaj uloga. odnosno ostatka sredstava koja su uložena u preduzeće u slučaju raskida ugovora. odnosno isteka ugovora o ulaganju ili ugovora, odnosno odluke o osnivanju ili prestanka rada tog preduzeća;
6. na udeo u neto-imovini i povraćaj udela, odnosno imovine po prestanku rada preduzeća ako je sredstva uložilo u osnivanje tog preduzeća;
7. druga prava predviđena ovim i drugim zakonom.

Strano lice, u skladu sa ugovorom o ulaganju ili ugovorom, odnosno odlukom o osnivanju, ima pravo uvida u poslovne knjige i tekuće poslovanje preduzeća u koje je uložilo sredstva, kao i pravo da samo ili preko ovlašćenog predstavnika vrši reviziju periodičnog i godišnjeg obračuna. Ako se posle odobrenja, odnosno registracije ugovora o ulaganju izmeni zakon na osnovu koga je ugovor zaključen, na odnose utvrđene tim ugovorom primenjuju se odredbe ugovora, odnosno statuta i zakona koji je važio na dan odobrenja, odnosno registracije ugovora ako je to za ulagača povoljnije ili ako ulagači određena pitanja sporazumno ne urede u skladu sa izmenjenim odredbama zakona. Uvoz opreme, drugih osnovnih sredstava i materijala za izgradnju objekta, koji predstavljaju ulog stranog lica ili povećanje tog uloga na osnovu ugovora o ulaganju ili ugovora, odnosno odluke o osnivanju, slobodan je.

Uvoz nove opreme po osnovu uloga stranog lica, osim putničkih motornih vozila i automata za zabavu i igre na sreću, oslobođen je od plaćanja carina i drugih uvoznih dažbina. Pravo može se koristiti u skladu sa utvrđenom dinamikom ulaganja, do konačne izgradnje objekta, odnosno otpočinjanja delatnosti u koju se vrši ulaganje, a ako se ulaganje vrši po osnovu reinvestiranja dobiti - za sve vreme trajanja ugovora, odnosno odluke.

Preduzeće sa ulogom stranog lica vrši plaćanje u poslovanju sa inostranstvom slobodno, u skladu sa saveznim zakonom. Preduzeće sa ulogom stranog lica može devize koje unese kao osnivački ulog ili ostvari u poslovanju sa inostranstvom držati na deviznom računu kod ovlašćene banke i njima slobodno raspolagati u skladu sa ugovorom o ulaganju ili ugovorom, odnosno odlukom o osnivanju. Transfer sredstava stranom licu u inostranstvu, po izmirenju svih dospelih obaveza u skladu sa zakonom, slobodan je po osnovu:

1. povraćaja uloga, repatrijacije udela u neto-imovini preduzeća po prestanku rada ili prodaje, saglasno ugovoru, odnosno osnivačkom aktu;
2. dobiti, saglasno ugovoru, odnosno osnivačkom aktu.

Ulaganje stranih lica uređuje se ugovorom o ulaganju ili ugovorom o osnivanju, koji se zaključuje u pismenom obliku, odnosno odlukom o osnivanju ako preduzeće osniva jedno strano lice. Ugovor o ulaganju i ugovor o osnivanju koji nije zaključen u pismenoj formi, odnosno odluka o osnivanju koja nije sačinjena u pismenoj formi ništavi su. Ugovor o ulaganju i ugovor o osnivanju mogu se zaključiti. a odluka o osnivanju doneti na određeno ili neodređeno vreme. Ugovor o ulaganju sadrži odredbe o:

I. ugovornim stranama;
II. označenje preduzeća u koje se ulaže i koje vodi poslove za račun ugovornih strana; ciljevima. odnosno poslu i delatnosti koji su predmet ugovora; vrsti i visini uloga i drugim obavezama ugovornih strana u pogledu finansiranja zajedničkog poslovanja; upravljanju poslovanjem; načinu raspoređivanja dobiti i pokrivanja gubitka; odgovornosti ugovornih strana iz zajedničkog poslovanja; trajanju ugovora o ulaganju; načinu vraćanja uloga; uslovima i načinu raskida ugovora;
III. rešavanju sporova; druge odredbe o kojima se sporazumeju ulagači.

Ugovor, odnosno odluka o osnivanju preduzeća sadrži odredbe o:

1. firmi i sedištu preduzeća;
2. imenu, odnosno firmi i adresi, odnosno sedištu osnivača;
3. delatnosti preduzeća;
4. osnivačkom ulogu;
5. pravima, obavezama i odgovornostima osnivača prema preduzeću i preduzeća prema osnivaču;
6. uslovima i načinu raspoređivanja dobiti i snošenju rizika;
7. zastupniku preduzeća;
8. zaštiti životne sredine;

9. trajanju ugovora, odnosno odluke o osnivanju.

Ugovor, odnosno odluka o osnivanju, zavisno od oblika preduzeća koji se osniva, sadrži i druge odredbe u skladu sa saveznim zakonom kojim se uređuje pravni položaj preduzeća, kao i druge odredbe o kojima se sporazumevaju osnivači. Strano lice je dužno da pribavi odobrenje saveznog ministarstva nadležnog za ekonomske odnose sa inostranstvom:

1. Za osnivanje ili kupovinu preduzeća, odnosno dela preduzeća (filijale) kojom stiče pravo većinskog učešća u upravljanju preduzećem;

2. Za učešće u osnivanju preduzeća u oblastima. odnosno delatnostima i za ulaganje u preduzeće, odnosno povećanje uloga u preduzeću u tim oblastima. odnosno delatnosti.

Odobrenje daje se po pribavljenom mišljenju saveznog ministarstva nadležnog za odgovarajuću oblast, po postupku i u rokovima. Ugovor o ulaganju ili ugovor, odnosno odluka o osnivanju, kao i statusne promene preduzeća, prijavljuju se saveznom ministarstvu nadležnom za ekonomske odnose sa inostranstvom. Ugovarači su dužni da autentičan tekst ugovora o ulaganju ili ugovora, odnosno odluke o osnivanju na srpskom jeziku, kao i njihove izmene i dopune prijave saveznom ministarstvu nadležnom za ekonomske odnose sa inostranstvom u roku od 30 dana od dana njegovog potpisivanja, odnosno donošenja. Ako strano lice ulaže sredstva u društveno preduzeće, to preduzeće dužno je da uz prijavu dostavi i izveštaj ovlašćenog procenjivača o proceni vrednosti uloga i proceni vrednosti društvenog kapitala u skladu sa zakonom. Kod izdatih akcija registruje se samo broj i vrednost akcija koje su kupila strana lica, kao i učešće stranog lica u ukupnom kapitalu preduzeća. Izmene i dopune (reinvestiranje dobiti, dodatno ulaganje stranog lica, otkup akcija, prenos stranog uloga s jednog na drugo lice i dr.) i prestanak važenja ugovora o ulaganju, ili ugovora, odnosno odluke o osnivanju prijavljuje se u skladu s postupkom i rokovima.

Ugovori o ulaganju ili ugovori, odnosno odluke o osnivanju vode se u posebnom registru kod saveznog ministarstva nadležnog za ekonomske odnose sa inostranstvom. U registar se upisuju: datum zaključenja ugovora o ulaganju, odnosno osnivanju, odnosno datum donošenja odluke o osnivanju, imena domaćih i stranih lica, imena ovlašćenih lica, ulozi domaćih i stranih lica, firma i sedište preduzeća u koje ulaže strano lice i njegov status, odnosno firma i sedište preduzeća koje se osniva, delatnost preduzeća, trajanje i mogućnost prenosa inostranog uloga. Preduzeće koje proizvodi predmete naoružanja i vojne opreme ne može pregovarati o zaključivanju ugovora o ulaganju pre nego što dobije odobrenje, nadležnog ministarstva nadležnog za odbranu. Pre dobijanja odobrenja preduzeće ne može stranom licu davati bilo kakve podatke o proizvodnji predmeta naoružanja i vojne opreme, - niti dopustiti snimanje objekta. Ugovor o ulaganju ili ugovor, odnosno odlukao osnivanju koje savezno ministaretvo nadležno za ekonomske odnose sa inostranstvom nije odobrilo, odnosno registrovalo ništavi su.

19.1. Zakon o slobodnim zonama [991]

Ovim zakonom utvrđuju se uslovi za određivanje područja i rad slobodne zone, delatnosti koje se mogu obavljati u slobodnoj zoni, uslovi za obavljanje tih delatnosti i uslovi za prestanak rada slobodne zone, kao i osnivanje, pravni status i nadležnost Uprave za slobodne zone. Pojedini izrazi upotrebljeni u ovom zakonu imaju sledeće značenje:

1) slobodna zona je deo teritorije Republike Srbije (u daljem tekstu: Srbija) koji je posebno ograđen i označen, na kome se obavljaju delatnosti pod uslovima utvrđenim ovim zakonom (u daljem tekstu: zona);

2) osnivač zone je organ lokalne samouprave, privredno društvo, odnosno preduzetnik, koji je doneo odluku ili zaključio ugovor sa drugim osnivačem o osnivanju zone, a koji preko privrednog društva za upravljanje zonom podnosi zahtev za davanje saglasnosti za određivanje područja;

3) privredno društvo za upravljanje zonom je privredno društvo koje obezbeđuje uslove za nesmetano obavljanje delatnosti u zoni;

4) povezano lice je lice koje ima svojstvo povezanog lica u smislu zakona koji uređuje porez na dobit preduzeća;

5) korisnik zone je pravno i fizičko lice koje obavlja delatnost u zoni;

6) osnivanje zone je donošenje odluke nadležnog organa lokalne samouprave, privrednog društva, odnosno preduzetnika, ili zaključenje ugovora o osnivanju zone između organa lokalne samouprave, privrednog društva, odnosno preduzetnika;

7) saglasnost Vlade je akt kojim Vlada određuje područje zone;

8) područje zone je zemljište koje je određeno katastarskim parcelama i površinom iskazanom u odgovarajućim mernim jedinicama.

Prava osnivača zone, privrednog društva za upravljanje zonom i korisnika zone, utvrđena ovim zakonom, ne mogu se umanjiti drugim zakonom ili drugim propisom. Područje zone se određuje davanjem saglasnosti Vlade. Zahtev za davanje saglasnosti za određivanje područja zone privredno društvo za upravljanje zonom podnosi Vladi preko ministarstva nadležnog za poslove finansija. Privredno društvo za upravljanje zonom može podneti zahtev pod uslovom:

1) da su osnivači privrednog društva za upravljanje zonom osnivači zone. Osnivači zone mogu biti osnivači samo jednog privrednog društva za upravljanje zonom;

2) da je registrovano u Registru privrednih subjekata za obavljanje delatnosti upravljanja zonom;

3) da odgovorno lice osnivača zone, odnosno odgovorno lice privrednog društva za upravljanje zonom nije pravosnažno osuđivano za krivična dela protiv privrede, imovine, nedozvoljene trgovine i protiv službene dužnosti. Uslovi se

[991] Sl. glasnik RS", br. 62/2006.

odnose na povezano lice sa privrednim društvom za upravljanje zonom, kao i na pravno lice čiji je pravni sledbenik privredno društvo za upravljanje zonom;

4) da odgovorno lice privrednog društva za upravljanje zonom u poslednje tri godine nije bilo član uprave, nadzornog odbora ili nosilac posebnih ovlašćenja u pravnom licu nad kojim je sproveden postupak likvidacije, odnosno stečaja;

5) da osnivač zone nije bio osnivač preduzeća za upravljanje slobodnom zonom kojem je odlukom Vlade prestalo važenje saglasnosti za osnivanje slobodne zone.

Ovaj uslov ne odnosi se na organ lokalne samouprave.Zahtev sadrži:

1) naziv, sedište i PIB osnivača zone;

2) naziv, sedište i PIB privrednog društva za upravljanje zonom;

3) podatke o osnivačkom kapitalu privrednog društva za upravljanje zonom;

4) naziv zone i područje zone sa definisanim granicama;

5) podatke o restrukturiranju, ako se na području zone nalazi privredni subjekat koji je u postupku restrukturiranja;

6) elaborat o postojanju ekonomske opravdanosti za određivanje područja zone sa posebnim osvrtom na procenu stranih ulaganja, procenu očekivanih efekata, a naročito u pogledu proizvodnje robe i pružanju usluga, zapošljavanja i transfera savremenih tehnologija, uz navođenje delatnosti koje će se obavljati u zoni;

7) druge podatke koje podnosilac zahteva smatra bitnim za donošenje odluke. Uz zahtev prilažu se sledeći dokazi:

1) odluka organa upravljanja, ugovor ili drugi akt osnivača zone o osnivanju zone, koji sadrži:

- naziv osnivača zone;
- naziv zone;

2) registar u kojem je privredno društvo za upravljanje zonom registrovano, odnosno overeni prevod izvoda iz registra;

3) uverenje o neosuđivanosti odgovornih lica za krivična dela, koje ne može biti starije od 30 dana od dana podnošenja zahteva;

4) dokaz da osnivači zone imaju pravo svojine, odnosno zakupa ili pravo korišćenja na zemljištu na kome se određuje područje zone;

5) dokaz da će se obezbediti prostorni, građevinski, energetski, organizacioni i tehnički uslovi, uslovi u pogledu zaštite životne sredine, i drugi uslovi za obavljanje delatnosti u zoni;

6) mišljenje organa lokalne samouprave o opravdanosti osnivanja zone.

Ako organ lokalne samouprave usvoji mere za podsticaj razvoja zone, uz zahtev podnose se i odluke organa lokalne samouprave o tome. Ministarstvo nadležno za poslove finansija ocenjuje ekonomsku opravdanost podnetog zahteva i svoje mišljenje dostavlja Vladi. Određivanje područja zone je ekonomski opravdano ako se na osnovu priloženog elaborata i drugih priloženih dokaza može oceniti da će se postići pozitivni efekti u pogledu privlačenja stranog kapitala, proiz-

vodnje robe i pružanja usluga, zapošljavanja, transfera savremenih tehnologija, privrednog restrukturiranja, i ako će poslovanje u zoni doprineti ostvarenju strategije razvoja i mera ekonomske politike Vlade. Vlada utvrđuje bliže kriterijume za ocenu ekonomske opravdanosti određivanja područja zone.Vlada daje saglasnost za određivanje područja zone u roku od 30 dana od dana uredno podnesenog predloga. U aktu se navodi naročito, naziv zone, površina zone, kao i naziv i sedište privrednog društva za upravljanje zonom. Akt prestaje da važi ako zona ne počne sa radom u roku od dve godine od dana stupanja na snagu tog akta.Na proširenje zone primenjuju se odredbe ovog zakona o davanju saglasnosti za određivanje područja zone. Zonom upravlja privredno društvo za upravljanje zonom registrovano za upravljanje zonom.Zonom može upravljati samo jedno privredno društvo za upravljanje zonom.

Privredno društvo za upravljanje zonom utvrđuje organizacione i tehničke uslove za obavljanje delatnosti u zoni. Aktom se uređuje radno vreme zone, kretanje lica i robe u zoni, obaveze privrednog društva za upravljanje zonom u vezi osiguranja prostornih, tehničkih i organizacijskih uslova korišćenja zone, mere zaštite na radu u zoni i mere zaštite životne sredine, prava i obaveze korisnika zone u odnosu na osnivača zone i sl. Privredno društvo za upravljanje zonom je dužno da akt dostavi na saglasnost Upravi za slobodne zone. Privredno društvo za upravljanje zonom zaključuje ugovore sa korisnicima zone o međusobnim pravima i obavezama.Privredno društvo za upravljanje zonom je dužno da u roku od 90 dana po isteku kalendarske godine dostavi Upravi za slobodne zone izveštaj o poslovanju u zoni. Izveštaj o poslovanju u zoni sadrži sledeće podatke:

- prihod privrednog društva za upravljanje zonom;
- broj korisnika i delatnost koju obavljaju;
- ukupnu vrednost proizvedene robe i pruženih usluga u zoni ;
- ukupan obim uvoza i izvoza u zoni;
- iznos uloga stranog kapitala;
- broj lica zaposlenih kod privrednog društva za upravljanje zonom i broj lica zaposlenih kod korisnika.

Ministar nadležan za poslove finansija propisuje oblik i sadržinu izveštaja. Ministarstvo nadležno za poslove finansija podnosi Vladi jednom godišnje izveštaj o poslovanju u svim zonama u Srbiji, sa predlogom mera. Ako oceni da se poslovanjem u zoni ne postižu ciljevi predviđeni elaboratom o postojanju ekonomske opravdanosti za određivanje područja zone, ako privredno društvo za upravljanje zonom učini prekršaj, kao i ako se utvrdi da privredno društvo za upravljanje zonom nije preduzelo mere za raskid ugovora sa korisnikom zone koji se ne pridržava uslova poslovanja u zoni, ili koji je učinio neki od prekršaja predviđenih zakonom koji uređuje carinski sistem i carinski postupak, ministarstvo nadležno za poslove finansija može predložiti Vladi da ukine saglasnost za određivanje područja zone. Korisnici zone mogu biti osnivač zone, privredno društvo za upravljanje zonom, kao i druga domaća i strana pravna i fizička lica (u daljem tekstu: korisnici). Korisnici obavljaju privrednu

delatnost u zoni u skladu sa propisima, a na osnovu ugovora kojim su regulisana međusobna prava i obaveze sa privrednim društvom za upravljanje zonom. Korisnici su dužni da vode knjigovodstvo za poslovanje u zoni ili odvojeno knjigovodstvo za deo svoga poslovanja koje obavljaju u zoni. Korisnici su dužni da na zahtev Uprave za slobodne zone dostavljaju toj upravi podatke o svom poslovanju.

Zona mora biti ograđena, vidljivo obeležena i označena kao slobodna zona, na ulazima i izlazima iz zone, kao i s rečne strane. Zona se može sastojati iz više delova pod uslovom da oni čine funkcionalnu celinu. Zona ili njen deo, ako se zona sastoji od više delova, mora biti ograđena, obeležena i uređena tako da se promet robe i lica u zonu ili iz nje može odvijati samo kroz određene izlaze ili ulaze zone. Ograda, ulazi i izlazi moraju biti odgovarajuće uređeni, osigurani i noću osvetljeni. Privredno društvo za upravljanje zonom mora obezbediti prostorije za rad carinske službe. Na robu koja se unosi i iznosi iz zone, kao i na robu smeštenu u zoni, primenjuju se mere carinskog nadzora i kontrole u skladu sa odredbama zakona koji uređuje carinski sistem i carinski postupak.

Ispunjenost uslova za početak rada zone utvrđuje ministar nadležan za poslove finansija, na predlog komisije koju obrazuje od predstavnika nadležnih organa. Komisija utvrđuje da li su ispunjeni prostorni i energetski uslovi, uslovi zaštite životne okoline i drugi tehnički uslovi za rad zone, uslovi za rad carinske službe, kao i uslovi u pogledu sprovođenja mera carinskog nadzora. Ministar nadležan za poslove finansija u roku od 30 dana od dana dobijanja predloga komisije donosi rešenje. Na postupak donošenja rešenja primenjuje se Zakon koji uređuje opšti upravni postupak. Rešenje je konačno u upravnom postupku. Dan donošenja rešenja smatra se danom početka rada zone. Korisnik može, u skladu sa ovim zakonom i ugovorom sa privrednim društvom za upravljanje zonom, u zoni obavljati proizvodnju i pružati usluge, u skladu sa propisima. Obavljanjem delatnosti i pružanjem usluga u zoni ne sme se ugrožavati životna sredina, zdravlje ljudi, materijalna dobra i bezbednost zemlje.

Spoljnotrgovinsko poslovanje u zoni vrši se slobodno, u skladu sa ugovorom. Izvoz robe i usluga iz zone i uvoz robe i usluga u zonu su slobodni i ne podležu kvantitativnim ograničenjima, niti se na taj uvoz i izvoz primenjuju mere komercijalne politike. U zonu se ne može uvoziti, niti se iz zone može izvoziti roba čiji je uvoz, odnosno izvoz zabranjen. Roba koja se unosi i iznosi iz zone, kao i roba smeštena u zoni, ima tretman carinske robe. Iznošenje, odnosno unošenje robe, korisnik prijavljuje nadležnoj carinarnici.Korisnik može privremeno izneti robu iz zone na drugi deo teritorije Srbije, odnosno uneti robu u zonu sa drugog dela teritorije Srbije radi stavljanja u postupak aktivnog, odnosno pasivnog oplemenjivanja. Korisnik može privremeno izneti robu iz zone na drugi deo teritorije Srbije i uneti robu u zonu sa drugog dela teritorije Srbije radi ispitivanja, atestiranja, opravke i marketinškog prezentiranja.Nadležan carinski organ odobrava carinski dozvoljeno postupanje sa robom u skladu sa zakonom koji uređuje carinski sistem i carinski postupak.

Uverenje da je roba proizvedena u zoni izdaje carinski organ koji vrši nadzor u toj zoni, pod propisanim uslovima. Na uvoz robe namenjene obavljanju delatnosti i izgradnji objekata u zoni ne plaća se carina i druge uvozne dažbine. Roba koja se iz zone stavlja u promet na teritoriju Srbije podleže obavezi plaćanja carine i drugih uvoznih dažbina. Lice koje robu stavlja u promet na teritoriju Srbije dužno je da tu robu prijavi carinarnici, radi sprovođenja odgovarajućeg carinskog postupka.Obaveza plaćanja carine i drugih uvoznih dažbina za robu, nastaje na dan kada je roba prešla iz zone na teritoriju Srbije. Iznos carine i drugih uvoznih dažbina za robu utvrđuje se prema stanju robe i po propisima koji važe na dan prihvatanja carinske deklaracije.

Carinska vrednost robe, kao i iznos carinskog duga utvrđuje se u skladu sa odredbama zakona koji uređuje carinski sistem i carinski postupak.Korisnik je dužan da omogući sprovođenje mera carinskog nadzora i kontrole i vodi propisanu evidenciju o robi koja se uvozi, odnosno unosi u zonu, izvozi, odnosno iznosi iz zone i koristi u zoni. Plaćanje, naplaćivanje, prenos, kupovina i prodaja u stranim sredstvima plaćanja i u dinarima u zoni vrši se u skladu sa propisima o deviznom poslovanju. Osnivanje i poslovanje banaka u zoni vrši se u skladu sa propisima o bankama. Obavljanje delatnosti osiguranja u zoni vrši se u skladu sa propisima o osiguranju. Radni odnosi između zaposlenih i poslodavaca (korisnika) u zoni uređuju se ugovorom o radu, u skladu sa propisima koji uređuju rad i radne odnose. Na unos dobara u zonu i pružanje usluga u zoni primenjuju se odredbe zakona koji uređuje porez na dodatu vrednost.

Korisnik, odnosno privredno društvo za upravljanje zonom, može imati poreske olakšice u skladu sa propisima koji uređuju porez na dobit preduzeća, poreze na imovinu i porez na dohodak građana. Saglasnost kojom se određuje područje zone prestaje da važi aktom Vlade:

1) ako se u toku rada zone utvrdi da su trajno prestali tehnički uslovi propisani ovim zakonom za njeno osnivanje;

2) ako je odgovorno lice privrednog društva za upravljanje zonom, kao i odgovorno lice u pravnom licu, čiji je pravni sledbenik privredno društvo za upravljanje zonom pravosnažno osuđeno za krivično delo protiv privrede, imovine, nedozvoljene trgovine i protiv službene dužnosti;

3) na predlog ministarstva nadležnog za poslove finansija;

4) na zahtev privrednog društva za upravljanje zonom.

Akt o prestanku važenja saglasnosti za određivanje područja donosi Vlada, na predlog ministarstva nadležnog za poslove finansija. Zona prestaje sa radom po isteku roka od 90 dana od dana donošenja akta Vlade o prestanku važenja saglasnosti za određivanje područja zone. Privredno društvo za upravljanje zonom, odnosno korisnik je dužan da u roku od 60 dana po isteku roka, robu koja je uvezena iz inostranstva ocarini, vrati u inostranstvo ili preda carinarnici na slobodno raspolaganje.

Na robu plaćaju se carina i druge uvozne dažbine, prema stanju robe i po propisima koji važe na dan prihvatanja carinske deklaracije. Izuzetno, na opremu koja je radi obavljanja delatnosti u zoni bila uvezena u zonu najmanje tri godine pre prestanka rada zone, ne plaća se carina. Odredba ne isključuje primenu drugih propisa na osnovu kojih se ostvaruje pravo na oslobođenje od plaćanja carine i drugih uvoznih dažbina. Korisnik zone zadržava pravo svojine na izgrađenim objektima, stvarima i pravima koje je uvezao, odnosno uneo u zonu i ima pravo da u slučaju prestanka rada zone nastavi sa radom u skladu sa propisima koji važe za poslovanje na teritoriji van zone. Obrazuje se Uprava za slobodne zone, kao organ uprave u sastavu ministarstva nadležnog za poslove finansija, za obavljenje poslova državne uprave u oblasti slobodnih zona.

Upravom za slobodne zone rukovodi direktor. Uprava za slobodne zone obavlja sledeće poslove:

1) U oblasti razvoja zona u funkciji interesa države:

- sprovodi nacionalnu politiku razvoja zona u cilju povećanja priliva direktnih investicija i uposlenosti radne snage;
- učestvuje u pripremi propisa u oblasti rada zona;
- razmatra zahteve za davanje saglasnosti za određivanje područja zona i svoje mišljenje dostavlja ministarstvu nadležnom za poslove finansija;
- inicira i koordinira sa nadležnim državnim organima razmatranje stručnih pitanja iz oblasti poslovanja u zonama, radi pravilne primene ovog zakona i njegove usaglašenosti sa propisima Srbije;
- organizuje i koordinira saradnju nadležnih državnih organa, privrednog društva za upravljanje zonom, zainteresovanih investitora i korisnika;
- pruža stručnu pomoć investitorima u procesu donošenja odluke o ulaganju u zone;
- pruža stručnu pomoć investitorima i privrednim društvima za upravljanje zonom u svim fazama primene programa u zonama;
- organizuje neposredne kontakte između zainteresovanih investitora i privrednih društava za upravljanje zonom;
- pruža stručnu pomoć zainteresovanim investitorima u razvoju njihovih programa u zonama;
- sarađuje sa Privrednom komorom Srbije i drugim neprofitnim i dobrovoljnim organizacijama;
- sarađuje sa stranim institucijama i stručnjacima iz oblasti zona;
- u saradnji sa privrednim društvima za upravljanje zonom stvara mogućnosti za razvoj infrastrukture u zonama.

2) U oblasti promocije zona:

- sarađuje sa Agencijom za strana ulaganja i promociju izvoza (u daljem tekstu: SIEPA), na promociji investiranja i poslovanja u zonama, kroz predstavljanje posebnih pogodnosti i poslovnih mogućnosti u skladu sa planom i

programom usvojenim od strane ministarstva nadležnog za poslove finansija i SIEPA;

- obaveštava investitore o povoljnostima za ulaganje u zone;
- stvara i ažurira bazu podataka o zonama i pogodnostima za poslovanje u Srbiji u saradnji sa SIEPA.

3) U oblasti kontrole i nadzora zona:

- razmatra izveštaje o radu zona i predlaže njihovo usvajanje ministarstvu nadležnom za poslove finansija;
- predlaže ministru nadležnom za poslove finansija oblik i sadržinu obrasca za podnošenje zahteva za davanje saglasnosti za određivanje područja zone, poslovanje i kontrolu rada zona i korisnika, radi usaglašenosti postupaka u svim zonama u Srbiji;
- predlaže nadležnim državnim organima dodatne mere kontrole rada u zonama ukoliko postoji takva potreba.

19.2. Zakon o finansijskom lizingu [992]

Ovim zakonom uređuju se posao finansijskog lizinga, ugovor o finansijskom lizingu, prava i obaveze subjekata u poslu finansijskog lizinga i registar finansijskog lizinga. Na subjekte i pravne odnose iz posla finansijskog lizinga nastalog u skladu sa ovim zakonom, odredbe drugih zakona primenjivaće se u slučajevima koje ovaj zakon ne uređuje. Posao finansijskog lizinga, u smislu ovog zakona, je posao u kome davalac lizinga:

1) sa isporučiocem predmeta lizinga određenim od strane primaoca lizinga zaključuje ugovor na osnovu koga stiče pravo svojine na predmetu lizinga, prema specifikaciji primaoca lizinga i pod uslovima koje, ukoliko se odnose na interese primaoca lizinga, odobrava primalac lizinga (u daljem tekstu: ugovor o isporuci);

2) sa primaocem lizinga zaključuje ugovor o finansijskom lizingu kojim se obavezuje da na primaoca lizinga prenese ovlašćenje držanja i korišćenja predmeta lizinga na ugovoreno vreme, a primalac lizinga se obavezuje da mu za to plaća ugovorenu naknadu u ugovorenim ratama (u daljem tekstu: ugovor o lizingu).

Minimalni rok na koji se ugovor o lizingu zaključuje ne može biti kraći od dve godine od dana zaključenja ugovora. Predmet finansijskog lizinga je pokretna nepotrošna stvar (oprema, postrojenja, vozila i sl.). Davalac lizinga dužan je da obavesti isporučioca predmeta lizinga da predmet lizinga pribavlja radi izvršenja ugovora o lizingu i da označi lice koje u tom ugovoru ima svojstvo primaoca lizinga. Obaveštenje mora biti učinjeno najkasnije do trenutka zaključenja ugovor o isporuci. Ugovor o lizingu obavezno sadrži: precizno određenje predmeta lizinga, iznos naknade koju plaća primalac lizinga, iznos pojedinih rata naknade,

[992] Sl. glasnik RS", br. 55/2003 i 61/2005.

njihov broj i vreme plaćanja, kao i rok na koji je ugovor zaključen. Ugovor o lizingu može da sadrži i sledeće elemente: mesto, vreme i način isporuke predmeta lizinga, svojina na predmetu lizinga, strana koja je obavezna da osigura predmet lizinga i rizici od kojih treba da bude osiguran, način prestanka ugovora, opcija kupovine ili produženja ugovora, troškovi transporta predmeta lizinga, njegova montaža, demontaža i tekuće održavanje, zamena delova, servis i tehničko-tehnološko unapređenje, obučavanje osoblja primaoca lizinga za korišćenje predmeta lizinga i druge elemente o kojima ugovorne strane postignu saglasnost. Ugovor o lizingu mora biti zaključen u pismenoj formi.

Naknada koju primalac lizinga plaća davaocu lizinga za korišćenje predmeta lizinga (u daljem tekstu: lizing naknada) utvrđuje se prvenstveno na osnovu amortizacije celine ili najbitnijeg dela vrednosti predmeta lizinga. Ugovor o lizingu zaključuje se u skladu sa ovim zakonom i zakonom kojim se uređuju obligacioni odnosi. Subjekti u poslu finansijskog lizinga su: davalac lizinga, primalac lizinga i isporučilac predmeta lizinga. Davalac lizinga je lice koje, uz zadržavanje prava svojine na predmetu lizinga, prenosi na primaoca lizinga ovlašćenje držanja i korišćenja na predmetu lizinga, na ugovoreno vreme i uz ugovorenu naknadu. Lice jeste privredno društvo, osnovano u skladu sa zakonom kojim se uređuje pravni položaj privrednih društava, čiji novčani deo osnovnog kapitala ne može biti manji od 100.000 evra u dinarskoj protivvrednosti po srednjem kursu Narodne banke Srbije na dan uplate i koje je dobilo dozvolu Narodne banke Srbije za obavljanje poslova finansijskog lizinga u skladu sa ovim zakonom. Davalac lizinga može da obavlja samo delatnost finansijskog lizinga. Primalac lizinga, u smislu ovog zakona, je pravno ili fizičko lice na koga davalac lizinga prenosi ovlašćenje držanja i korišćenja predmeta lizinga, na ugovoreno vreme i uz ugovorenu naknadu.

Isporučilac predmeta lizinga (u daljem tekstu: isporučilac), u smislu ovog zakona, je pravno ili fizičko lice koje na davaoca lizinga prenosi pravo svojine na predmetu lizinga, radi njegove predaje primaocu lizinga na držanje i korišćenje, na ugovoreno vreme i uz ugovorenu naknadu. Ugovor u kome su davalac lizinga i isporučilac isto lice ne smatra se ugovorom o finansijskom lizingu u smislu ovog zakona. Na ugovor primenjuju se odredbe zakona kojim se uređuju obligacioni odnosi, zavisno od prprode konkretnog ugovora (zakup, prodaja sa obročnim otplatama cene, i sl.). Zahtev za izdavanje dozvole za obavljanje poslova finansijskog lizinga osnivači privrednog društva podnose Narodnoj banci Srbije. Uz zahtev podnosi se sledeća dokumentacija:

1) osnivački akt društva;

2) dokaz da je na privremeni račun kod banke uplaćen novčani deo osnovnog kapitala;

3) dokaz o kadrovskoj i tehničkoj osposobljenosti za obavljanje poslova finansijskog lizinga;

4) program rada privrednog društva za period od tri godine;

5) spisak lica predloženih za članove organa upravljanja, odnosno predloženih lica s posebnim ovlašćenjima i odgovornostima, preporuke o stručnim i profesionalnim kvalitetima tih lica, dokaz da ta lica nisu osuđivana za krivična dela koja ih čine nepodobnim za obavljanje ovih funkcija, kao i dokaz da im nije izrečena mera zabrane obavljanja delatnosti. Narodna banka Srbije bliže propisuje uslove i način dokazivanja ispunjenosti uslova. Pri razmatranju zahteva i dokumentacije, Narodna banka Srbije ocenjuje i poslovnu reputaciju osnivača privrednog društva i predloženih članova organa upravljanja, odnosno lica s posebnim ovlašćenjima i odgovornostima i propisuje kriterijume za ocenu poslovne reputacije.

Po zahtevu, Narodna banka Srbije donosi rešenje u roku od 30 dana od dana prijema zahteva. Rešenje je konačno. Ako Narodna banka Srbije odbije zahtev, dužna je da u rešenju navede razloge za odbijanje zahteva. Osnivači privrednog društva dužni su da prijavu za registraciju u registar privrednih subjekata, sa rešenjem kojim se izdaje dozvola za obavljanje poslova finansijskog lizinga, podnesu Registratoru u roku od sedam dana od dana prijema tog rešenja. Davalac lizinga je dužan da:

1) Narodnoj banci Srbije dostavlja godišnji izveštaj o poslovanju, sa finansijskim izveštajem i mišljenjem ovlašćenog revizora;

2) Narodnu banku Srbije obavesti o statusnim i drugim promenama koje se registruju u registar privrednih subjekata;

3) dostavlja i druge podatke na zahtev Narodne banke Srbije.

Narodna banka Srbije propisuje način i rokove dostavljanja podataka. Davalac lizinga je dužan da Narodnoj banci Srbije podnese zahtev za davanje saglasnosti na odluku o imenovanju članova organa upravljanja, odnosno lica sa posebnim ovlašćenjima i odgovornostima. Narodna banka Srbije propisuje dokumentaciju koju je davalac lizinga dužan da dostavi uz zahtev. O zahtevu Narodna banka Srbije odlučuje rešenjem u roku 30 dana od dana prijema zahteva. Rešenje je konačno.

Narodna banka Srbije može da propiše obavezu davaocima lizinga da na posebno otvorenom računu kod banke drže sredstva rezerve. Ako Narodna banka propiše obavezu, istim aktom propisaće i visinu sredstava rezervi, stopu izdvajanja tih sredstava, kao i način i uslove njihovog korišćenja. Sredstva rezerve ne mogu biti predmet prinudne naplate.Narodna banka Srbije propisuje minimalne uslove na osnovu kojih davalac lizinga zaključuje ugovore o lizingu u skladu sa ovim zakonom, kao i način iskazivanja lizing naknade i drugih troškova koji nastaju zaključenjem ugovora o lizingu. Nadzor nad obavljanjem poslova davaoca lizinga vrši Narodna banka Srbije na osnovu naloga guvernera Narodne banke Srbije ili lica koje on ovlasti. Nadzor obuhvata:

1) posrednu kontrolu izveštaja i druge dokumentacije, kao i drugih podataka koje davalac lizinga dostavlja Narodnoj banci Srbije, odnosno kojima Narodna banka Srbije raspolaže;

2) neposredan uvid u poslovne knjige i drugu dokumentaciju davaoca lizinga.

U postupku vršenja nadzora sastavlja se zapisnik.

Ako su u postupku nadzora utvrđene nezakonitosti i nepravilnosti, prema davaocu lizinga preduzimaju se mere koje se odnose na:

1) upućivanje pismene opomene;

2) upućivanje nalogodavnog pisma, uz mogućnost izricanja novčane kazne;

3) izdavanje naloga za otklanjanje utvrđenih nepravilnosti, uz mogućnost izricanja novčane kazne davaocu lizinga, kao i članovima njegovih organa upravljanja, odnosno licima s posebnim ovlašćenjima i odgovornostima;

4) oduzimanje dozvole za obavljanje poslova finansijskog lizinga.

Narodna banka Srbije bliže propisuje uslove i način vršenja nadzora nad obavljanjem poslova davaoca lizinga. Narodna banka Srbije donosi rešenje o oduzimanju dozvole za obavljanje poslova finansijskog lizinga, ako:

1) je dozvola izdata na osnovu neistinitih i netačnih podataka osnivača privrednog društva;

2) davalac lizinga prestane da ispunjava uslove potrebne za izdavanje te dozvole;

3) davalac lizinga ne dostavlja propisane izveštaje, dokumentaciju i druge podatke o svom poslovanju na propisani način i u propisanim rokovima;

4) davalac lizinga ne omogući vršenje nadzora nad njegovim poslovanjem;

5) se utvrdi da je novčani deo osnovnog kapitala davaoca lizinga manji od onog koji je propisan ovim zakonom;

6) u ostavljenom roku davalac lizinga nije sproveo mere koje mu je naložila Narodna banka Srbije, odnosno ako nije otklonio razloge za uvođenje tih mera.

Rešenje je konačno i Narodna banka Srbije ga dostavlja davaocu lizinga i registru privrednih subjekata. Od dana registracije rešenja u registar privrednih subjekata, privredno društvo kome je oduzeta dozvola za obavljanje poslova finansijskog lizinga ne može zaključivati nove ugovore o lizingu, a prava i obaveze iz ugovora o lizingu zaključenih do dana tog upisa ostaju nepromenjeni.

Na davaoca lizinga kome je oduzeta dozvola za obavljanje poslova finansijskog lizinga primenjuju se odredbe zakona kojim se uređuje pravni položaj privrednih društava koje se odnose na likvidaciju privrednih društava. Nad davaocem lizinga kome je u skladu sa ovim zakonom oduzeta dozvola za obavljanje poslova finansijskog lizinga u slučaju pokretanja stečajnog postupka, primenjuje se zakon kojim se uređuje stečajni postupak. Davalac lizinga je dužan da prema specifikaciji primaoca lizinga pribavi predmet lizinga od isporučioca koga je odredio primalac lizinga. U slučaju stečaja primaoca lizinga, davalac lizinga ima pravo na izdvajanje predmeta lizinga (izlučno pravo) iz stečajne mase primaoca lizinga, u skladu sa zakonom kojim se uređuje stečajni postupak. Primalac lizinga i sud nadležan za sprovođenje stečajnog postupka, dužni su da bez odlaganja obaveste davaoca lizinga o pokretanju stečajnog postupka. Za materijalne nedostatke

predmeta lizinga, primaocu lizinga odgovara isporučilac, ako drukčije nije ugovoreno.

Davalac lizinga ne odgovara primaocu lizinga za štetu prouzrokovanu predmetom lizinga, osim ako je primalac lizinga pretrpeo štetu usled toga što se oslonio na stručnost davaoca lizinga ili ako je davalac lizinga imao učešća u izboru isporučioca ili specifikaciji predmeta lizinga, ako drukčije nije ugovoreno. Davalac lizinga odgovara ako na predmetu lizinga postoji pravo trećeg lica koje isključuje, umanjuje ili ograničava neometanu državinu primaoca lizinga, a o čijem postojanju primalac lizinga nije obavešten, niti je pristao da uzme predmet lizinga opterećen tim pravom. Ako treće lice polaže pravo na predmet lizinga, primalac lizinga je dužan da obavesti davaoca lizinga o tome i da ga pozove da u razumnom roku oslobodi predmet lizinga od prava ili pretenzije trećeg lica. Primalac lizinga koji je, ne obaveštavajući davaoca lizinga, pokrenuo i izgubio spor sa trećim licem, može se pozvati na odgovornost davaoca lizinga za pravne nedostatke, osim ako davalac lizinga dokaže da je on raspolagao sredstvima da se odbije zahtev trećeg lica. Primalac lizinga ima pravo da se pozove na odgovornost davaoca lizinga za pravne nedostatke predmeta lizinga i kad je bez obaveštavanja davaoca lizinga i bez spora priznao osnovano pravo trećeg lica. Ako je primalac lizinga isplatio trećem licu određeni iznos da bi odustao od svog prava, davalac lizinga se može osloboditi svoje odgovornosti ako naknadi primaocu lizinga isplaćeni iznos, kao i naknadu za pretrpljenu štetu.

Ako davalac lizinga ne postupi po zahtevu primaoca lizinga, u slučaju oduzimanja predmeta lizinga od primaoca lizinga, ugovor o lizingu se raskida ako drugačije nije predviđeno ugovorom. Ako davalac lizinga ne postupi po zahtevu primaoca lizinga, u slučaju umanjenja ili ograničenja neometane državine primaoca lizinga, primalac lizinga može da raskine ugovor ako se zbog toga svrha ugovora ne može ostvariti, ili da zahteva srazmerno sniženje lizing naknade. Primalac lizinga ima pravo na naknadu pretrpljene štete. Ako je primalac lizinga u trenutku zaključenja ugovora o lizingu znao za mogućnost da predmet lizinga bude oduzet ili da njegova neometana državina bude smanjena ili ograničena, nema pravo na naknadu štete, ako do toga dođe. Odgovornost davaoca lizinga za pravne nedostatke predmeta lizinga ne može se ugovorom ograničiti ili isključiti. Davalac lizinga može preneti pravo svojine na predmetu lizinga na treće lice.

U slučaju prenosa prava svojine na predmetu lizinga, treće lice stupa na mesto davaoca lizinga, te prava i obaveze iz ugovora o lizingu nastaju između njega i primaoca lizinga. Treće lice ne može zahtevati od primaoca lizinga predaju predmeta lizinga pre proteka roka na koji je ugovor o lizingu zaključen. Prenos prava svojine na predmetu lizinga na treće lice može se ugovorom isključiti ili drukčije predvideti. Primalac lizinga je dužan da preuzme predmet lizinga na način, u vreme i na mestu predviđenom ugovorom. Ako isporučilac primaocu lizinga ne isporuči predmet lizinga, ako ga isporuči sa docniom, ili ako predmet lizinga ima materijalni nedostatak, primalac lizinga može, u skladu sa zakonom

kojim se uređuju obligacioni odnosi, odbiti prijem isporuke ili raskinuti ugovor o lizingu i ima pravo na naknadu štete. Davalac lizinga može održati ugovor ako bez odlaganja sam isporuči predmet lizinga primaocu lizinga, pod uslovima predviđenim ugovorom o lizingu.

Do ispunjenja obaveze isporuke koja je u svemu u skladu sa ugovorom o lizingu, primalac lizinga ima pravo da obustavi isplatu naknade koju bi, na osnovu ugovora o lizingu, bio dužan da plaća davaocu lizinga. Ako raskine ugovor, primalac lizinga ima pravo na povraćaj naknade koju je platio u skladu sa ugovorom o lizingu, umanjenu za iznos koji predstavlja naknadu za korist koju je primalac lizinga imao od predmeta lizinga (razuman iznos). Primalac lizinga dužan je da koristi predmet lizinga sa pažnjom dobrog privrednika, odnosno dobrog domaćina. Primalac lizinga dužan je da koristi predmet lizinga u skladu sa ugovorom ili namenom predmeta lizinga. Primalac lizinga odgovara za štetu prouzrokovanu korišćenjem predmeta lizinga protivno ugovoru ili nameni predmeta lizinga, bez obzira da li je predmet lizinga koristio on, lice koje radi po njegovom nalogu ili drugo lice kome je on omogućio da koristi predmet lizinga. Primalac lizinga je dužan da održava predmet lizinga u ispravnom stanju i vrši potrebne popravke na predmetu lizinga. Primalac lizinga odgovara za štetu prouzrokovanu neodržavanjem predmeta lizinga u ispravnom stanju. Primalac lizinga dužan je da davaocu lizinga plaća lizing naknadu u iznosima, rokovima i na način koji su predviđeni ugovorom o lizingu. Davalac lizinga može da raskine ugovor ako primalac lizinga zadocni sa isplatom prve rate. Ako posle isplate prve rate primalac lizinga zadocni sa isplatom jedne ili više uzastopnih rata čiji ukupan iznos dostiže četvrtinu ukupne naknade, davalac lizinga može da raskine ugovor ili da zahteva od primaoca lizinga isplatu ostatka naknade zajedno sa kamatom. Izuzetno, ako primalac lizinga ne isplati jednu ratu, davalac lizinga može da raskine ugovor u pogledu svih budućih obaveza isplate, ako je iz datih okolnosti očigledno da ni one neće biti ispunjene. Davalac lizinga koji želi da raskine ugovor iz ovih razloga, dužan je da ostavi primaocu lizinga primeren naknadni rok za ispunjenje obaveze. Ako primalac lizinga ne ispuni obavezu u roku, ugovor o lizingu se raskida po samom zakonu. Primalac lizinga može održati ugovor ako da odgovarajuće obezbeđenje.

Raskid ugovora zbog neplaćanja lizing naknade može se ugovorom drukčije urediti, u granicama prinudnih propisa, javnog poretka i dobrih običaja. Davalac lizinga koji raskine ugovor zbog neplaćanja lizing naknade iz razloga utvrđenih zakonom ili ugovorom o lizingu, ima pravo na povraćaj predmeta lizinga, kao i pravo na naknadu pretrpljene štete. Na predlog ugovornih strana, sud će odrediti ročište na kome će u zapisniku utvrditi da su se ugovorne strane sporazumele da, u slučaju neplaćanja lizing naknade od strane primaoca lizinga o dospelosti u skladu sa ugovorom, davalac lizinga ima pravo da predmet lizinga preuzme u državinu. Potpisani zapisnik o sporazumu ugovornih strana ima snagu sudskog poravnanja. Ako primalac lizinga ne ispuni obavezu plaćanja lizing nak-

nade o dospelosti u skladu sa ugovorom i davaocu lizinga ne preda dobrovoljno predmet lizinga, davalac lizinga može sudu podneti zahtev za donošenje rešenja o oduzimanju predmeta lizinga od primaoca lizinga ili lica u čijoj se državini predmet lizinga nalazi i predaji tog predmeta davaocu lizinga u državinu. Uz zahtev podnosi se potpisani zapisnik o sporazumu ugovornih strana.

Sud je obavezan da o zahtevu odluči u roku od tri dana od dana podnošenja zahteva. Postupak oduzimanja predmeta lizinga sprovodi se u roku od tri dana od dana donošenja rešenja kojim se usvaja zahtev. Protiv rešenja o oduzimanju predmeta lizinga od primaoca lizinga ili lica u čijoj se državini predmet lizinga nalazi, primalac lizinga može, u roku od tri dana od dana prijema rešenja, uložiti prigovor da je izvršio obavezu isplate, o čemu mora podneti pismene dokaze. Prigovor ne odlaže izvršenje. O prigovoru odlučuje sud, u skladu sa zakonom kojim se uređuje izvršni postupak. Na postupak za sticanje državine na predmetu lizinga primenjuje se zakon kojim se uređuje izvršni postupak, ako ovim zakonom nije drukčije određeno. Naknada štete prouzrokovane neplaćanjem lizing naknade treba davaoca lizinga da dovede u položaj u kome bi se nalazio da je primalac lizinga ispunio svoju obavezu u skladu sa ugovorom. Ugovorom se može predvideti način na koji će se izračunati visina naknade štete, koja ne može da premaši visinu koja bi bila utvrđena zakonom.

Rizik za slučajnu propast ili oštećenje predmeta lizinga snosi primalac lizinga. Rizik prelazi na primaoca lizinga u trenutku preuzimanja predmeta lizinga, ako drukčije nije predviđeno ugovorom. Primalac lizinga je dužan da, po prestanku ugovora, neoštećen predmet lizinga zajedno sa pripacima vrati davaocu lizinga ili licu koje je davalac lizinga odredio, osim ako ugovorom nije predviđeno pravo primaoca lizinga da otkupi predmet lizinga ili da produži ugovor o lizingu. Primalac lizinga ne odgovara za istrošenost predmeta lizinga koja nastane njegovom redovnom upotrebom ili za promene na njemu koje su izvršene u sporazumu sa davaocem lizinga. Primalac lizinga je dužan da osigura predmet lizinga od rizika koji su predviđeni ugovorom, ako drukčije nije predviđeno ugovorom. Primalac lizinga može predmet lizinga, u celini ili pojedinim delovima, dati na korišćenje trećem licu uz pismenu saglasnost davaoca lizinga. Davalac lizinga može da raskine ugovor i da zahteva naknadu štete ako je primalac lizinga, bez njegove pismene saglasnosti, predao predmet lizinga na korišćenje trećem licu. Poseban postupak za sticanje državine na predmetu lizinga može se primeniti i u slučaju raskida ugovora. Predaja predmeta lizinga na korišćenje trećem licu ne oslobađa primaoca lizinga obaveza koje iz ugovora o lizingu ima prema davaocu lizinga. Predaja predmeta lizinga na korišćenje trećem licu može se ugovorom isključiti ili drukčije predvideti.

Isporučilac je dužan da predmet lizinga isporuči primaocu lizinga u ispravnom stanju, zajedno sa pripacima, na način, u vreme i na mestu koji su predviđeni ugovorom o isporuci, osim ako je ugovorom o lizingu predviđeno da predmet lizinga isporuči davalac lizinga. Ako se primalac lizinga saglasio sa

sadržinom ugovora zaključenog između davaoca lizinga i isporučioca, na osnovu kojeg je davalac lizinga stekao pravo svojine na predmetu lizinga, naknadne izmene tog ugovora neće proizvoditi dejstvo prema primaocu lizinga, osim ako on na njih ne pristane. Ako isporučilac predmet lizinga ne isporuči primaocu lizinga, ako ga isporuči sa docnjom, ili ako predmet lizinga ima materijalni nedostatak, primalac lizinga ima prema isporučiocu prava koja bi, prema zakonu kojim se uređuju obligacioni odnosi, imao da je bio strana u ugovoru sa isporučiocem. Izuzetno, primalac lizinga nema pravo da, bez saglasnosti davaoca lizinga, raskine ili poništi ugovor zaključen između davaoca lizinga i isporučioca, niti pravo da zahteva sniženje cene. Isporučilac ne može biti odgovoran i davaocu lizinga i primaocu lizinga za istu štetu.

Ako je davalac lizinga izvršio izbor isporučioca, solidarno sa njim odgovara primaocu lizinga ako predmet lizinga nije isporučen primaocu lizinga, ako je isporučen sa docnjom ili ako predmet lizinga ima materijalni nedostatak. Ugovor o lizingu prestaje protekom roka na koji je zaključen. Ugovor o lizingu prestaje ako predmet lizinga bude uništen nekim slučajem više sile. Predmet lizinga ne prelazi u svojinu primaoca lizinga protekom roka na koji je ugovor o lizingu zaključen. Ugovorom o lizingu može se predvideti pravo primaoca lizinga da, po proteku roka na koji je ugovor zaključen, otkupi predmet lizinga po ceni koja je ugovorom određena ili da produži ugovor o lizingu (pravo opcije).

Primalac lizinga je dužan da davaoca lizinga obavesti o svojoj odluci da otkupi predmet lizinga ili da produži ugovor o lizingu, najkasnije mesec dana pre isteka roka na koji je ugovor zaključen. Registar finansijskog lizinga je javni registar u koji se, u skladu sa ovim zakonom, upisuju podaci o ugovorima o lizingu zaključenim između fizičkih i pravnih lica. Registar finansijskog lizinga (u daljem tekstu: registar) je jedinstvena elektronska baza podataka, čija je osnova centralna baza podataka u kojoj se čuvaju svi podaci uneti u registar.Lokalne jedinice registra formiraju se na teritoriji Republike Srbije. Centralna baza podataka je dostupna putem lokalnih jedinica registra, radi upisa u registar i pretraživanja. Registar vodi Agencija za privredne registre (u daljem tekstu: Agencija), preko Registratora. Registratora imenuje i razrešava Upravni odbor Agencije, uz prethodnu saglasnost Vlade Republike Srbije. Registrator se imenuje na period od četiri godine, s tim što isto lice može biti ponovo imenovano. Registrator može biti razrešen pre isteka perioda na koji je imenovan, i to:

1) na zahtev Registratora;

2) ako Registrator ne obavlja svoju funkciju u skladu sa zakonom;

3) iz drugih razloga utvrđenih zakonom. Registrator ima ovlašćenja i obaveze da:

a. se stara o zakonitom, sistematičnom i ažurnom vođenju Registra;
b. bliže određuje način vođenja Registra;
c. donosi odluke po zahtevu za upis;
d. propisuje formu i sadržinu obrazaca za upis;

e. preduzima druge radnje neophodne za nesmetano i pravilno funkcionisanje Registra u skladu sa zakonom.

Registrator je nezavisan u radu na pojedinačnim predmetima, u okviru ovlašćenja utvrđenih ovim zakonom, odnosno drugim propisom. Registar je dostupan svim licima bez obzira na mesto i teritoriju na kojoj pristupaju registru, radi upisa ugovora o lizingu u registar ili pretraživanja. Podaci koji se upisuju i čuvaju u registru su javni. Organizacija koja vodi registar, na zahtev zainteresovanog lica, izdaje overen izvod o podacima koji se čuvaju u registru, kao i izvod kojim se potvrđuje da registar ne sadrži podatke o finansijskom lizingu na određenoj stvari. Agenciji se plaća naknada za upis i brisanje podataka iz Registra, kao i druge usluge koja pruža u skladu sa zakonom. Visinu naknade određuje Upravni odbor Agencije uz saglasnost Vlade Republike Srbije. Smatra se da su treća lica upoznata sa postojanjem ugovora o lizingu na osnovu njegovog upisa u registar. Niko se ne može pozivati na okolnost da mu nisu bili poznati podaci o finansijskom lizingu upisani u registar, u skladu sa ovim zakonom. Podaci upisani u registar nisu dokaz o postojanju svojinskih ili drugih prava na predmetu lizinga niti punovažnosti bilo kog pravnog posla.

Davalac lizinga je dužan da zahtev za upis ugovora o finansijskom lizingu podnese u roku od sedam dana od dana isporuke predmeta lizinga, a zahtev za upis izmene i dopune podataka o ugovoru o finansijskom lizingu, kao i brisanje podataka iz Registra, u roku od sedam dana od momenta nastupanja činjenica koje su tu izmenu i dopunu, odnosno brisanje podataka uslovile. Zahtev može da podnese i primalac lizinga, ako je to određeno ugovorom o finansijskom lizingu. Za štetu koju treće savesno lice pretrpi usled neispunjenja obaveze upisa, odgovara davalac lizinga, a sa njim solidarno i primalac lizinga ako je ugovorom o finansijskom lizingu određeno da i on može da podnese zahtev za upis u Registar. Zahtev za upis zabeležbe spora radi zaštite prava i interesa u vezi sa predmetom finansijskog lizinga ili ugovorom o finansijskom lizingu može podneti svako zainteresovano lice.Registar sadrži:

1) podatke o davaocu lizinga i o primaocu lizinga, a podatke o isporučiocu predmeta lizinga samo ako to traži podnosilac zahteva;

2) podatke kojima se bliže određuje predmet lizinga;

3) podatke o ugovoru o finansijskom lizingu (broj dodeljen od strane davaoca lizinga, dan zaključenja i rok na koji je ugovor zaključen);

4) podatke o postojanju spora u vezi sa predmetom lizinga i ugovorom o finansijskom lizingu;

5) podatke o prestanku ugovora o finansijskom lizingu;

6) druge podatke u skladu sa zakonom.

Ako je subjekt u poslu finansijskog lizinga domaće fizičko lice, podaci se odnose na ime, prezime, matični broj i mesto u kome to lice ima prebivalište, a ako je subjekt u poslu finansijskog lizinga strano fizičko lice podaci se odnose na ime, prezime, broj pasoša i zemlju izdavanja. Ako je subjekt u poslu finansijskog

lizinga domaće pravno lice, podaci se odnose na poslovno ime i matični broj, a ako je subjekt u poslu finansijskog lizinga strano pravno lice podaci se odnose na poslovno ime, oznaku pod kojom se vodi u stranom registru privrednih subjekata, naziv tog registra i naziv države u kojoj se nalazi njegovo sedište. U Registar se upisuju i sve promene podataka. U Registru ostaje trag o podacima koji su brisani iz Registra. Dokumentacija na osnovu koje je izvršen upis u Registar je sastavni deo Registra do njenog prevođenja u elektronsku formu. Posle prevođenja dokumentacije u elektronsku formu i unošenja u Registar, ta dokumentacija se čuva u skladu sa propisima kojima se uređuje arhivska građa. Postupak upisa u Registar pokreće se podnošenjem zahteva za upis (u daljem tekstu: zahtev). Zahtev se podnosi na propisanom obrascu. Uz zahtev se podnosi:

1) dokumentacija na osnovu koje se traži upis u Registar (ugovor, aneks ugovora, odluka suda i sl.);

2) dokaz o uplati naknade za upis u Registar.

Zahtev za upis se podnosi na jeziku i pismu koji su u službenoj upotrebi u Republici Srbiji. Ako je uz zahtev priložena dokumentacija na stranom jeziku, podnosilac je dužan da dostavi i njen overen prevod.Registrator proverava:

1) da li je potpisnik zahteva ovlašćen za njegovo podnošenje;

2) da li zahtev sadrži sve tražene podatke;

3) da li je uz zahtev podneta sva potrebna dokumentacija, u skladu sa zakonom;

4) da li su podaci sadržani u zahtevu istovetni sa podacima u dokumentaciji podnetoj uz zahtev;

5) da li je uz zahtev podnet dokaz o uplati naknade za upis u Registar.

Registrator ne ispituje tačnost podataka i verodostojnost dokumenata dostavljenih uz zahtev. Registrator o zahtevu odlučuje rešenjem ili zaključkom. Rešenjem se odobrava upis u Registar ili brisanje podataka iz Registra ako se to zahtevom traži. Zaključkom se odbacuje zahtev, ako nije podnet u skladu sa ovim zakonom. Registrator je dužan da uz zaključak o odbacivanju zahteva podnosiocu vrati originalnu dokumentaciju koja je podneta u pisanoj formi. Protiv rešenja može se izjavnti žalba u roku od 15 dana od dana dostavljanja rešenja, ako zakonom nije drugačije određeno.Žalba se podnosi ministru nadležnom za poslove privrede, preko Agencije. Na pitanja koja se odnose na postupak upisa u Registar, a koja ovim zakonom nisu posebno uređena, shodno se primenjuju odredbe zakona kojima se uređuje opšti upravni postupak. Podaci koji su upisani u Registar objavljuju se istovremeno na internet strani Agencije.

Zakonom o finansijskom lizingu, koji je objavljen u "Službenom glasniku Republike Srbije" broj 55/2003, utvrđuje se da posao finansijskog lizinga predstavlja posao u kome davalac lizinga zaključuje ugovor o isporuci sa isporučiocem predmeta lizinga o preuzimanju stvari koja je predmet lizinga, a sa primaocem lizinga zaključuje ugovor o lizingu gde na primaoca prenosi ovlašćenje držanja i korišćenja iste stvari. Ugovor o lizingu se zaključuje na period koji ne može biti

kraći od dve godine. Predmet finansijskog lizinga je pokretna nepotrošna stvar (oprema, vozila i sl.). Primalac lizinga plaća davaocu lizinga naknadu za korišćenje predmeta lizinga (lizing naknada).

Strane u poslu finansijskog lizinga su davalac lizinga (privredno društvo koje obavlja poslove finansijskog lizinga), primalac lizinga (pravno ili fizičko lice na koga davalac lizinga prenosi ovlašćenje držanja i korišćenja predmeta lizinga) i isporučilac predmeta lizinga (pravno ili fizičko lice koje na davaoca lizinga prenosi pravo svojine na predmetu lizinga, radi njegove predaje primaocu lizinga). Ugovor o kome su davalac lizinga i isporučilac isto liste, ne smatra se ugovorom o finansijskom lizingu, u smislu navedenog zakona.

Ugovor o lizingu obavezno sadrži: precizno određenje predmeta lizinga, iznos naknade koju plaća primalac lizinga, iznos pojedinih rata naknade, njihov broj i vreme plaćanja, kao i rok na koji je ugovor zaključen. Pored ovih elemenata, ugovor o lizingu može da sadrži i sledeće elemente: mesto, vreme i način isporuke predmeta lizinga, svojina na predmetu lizinga, strana koja je obavezna da osigura predmet lizinga i rizici od kojih treba da bude osiguran, način prestanka ugovora, opcija kupovine ili produženja ugovora, troškovi transporta predmeta lizinga, njegova montaža, demontaža i tekuće održavanje, zamena delova, servis i tehničko-tehnološko unapređenje, obučavanje osoblja primaoca lizinga za korišćenje predmeta lizinga i druge elemente o kojima ugovorne strane postignu saglasnost.

Ugovor o lizingu, njegove izmene i dopune, moraju biti zaključene u pismenoj formi. Podaci iz ugovora upisuju se u Registar finansijskog lizinga (javni registar), koji vodi nadležna organizacija, određena u skladu sa zakonom.

Registar mora biti dostupan svim licima bez obzira na mesto i teritoriju na kojoj pristupaju registru, radi upisa ugovora o lizingu u registar ili pretraživanja. Podaci koji se upisuju i čuvaju u registru su javni. Organizacija koja vodi registar, na zahtev zainteresovanih lica izdaje overen izvod kojim se potvrđuje da registar ne sadrži podatke o finansijskom lizingu na određenoj stvari.

Organizaciji koja vodi registar plaća se naknada za: upis ili izmenu podataka u registru; pretraživanje koje uključuje dobijanje izvoda i dobijanje overenog izvoda.Smatra se da su treća lica upoznata sa postojanjem ugovora o lizingu na osnovu njegovog upisa u registar. Odredbe zakona koje se odnose na registar finansijskog lizinga primenjuju se od 1. januara 2004. godine, s tim što će se ugovori o lizingu zaključeni do tog datuma registrovati počev od 1. januara 2004. godine, najkasnije do 31. januara iste godine.

Ugovor o finansijskom lizingu razlikuje se od prodaje na kredit po tome što kod finansijskog lizinga formalno-pravno vlasništvo nad predmetom lizinga prelazi na primaoca lizinga tek nakon otplate poslednje lizing naknade (zakupnine), a kod prodaje na kredit odmah nakon isporuke dobara. Zbog toga svojstva, trgovci često koriste finansijski lizing kao sredstvo osiguranja naplate svojih potraživanja.

20. KOMPENZACIONI POSLOVI

Kompenzacioni poslovi reprezentuju svojinsku trampu, odnosno razmenu robe za robe. Kompenzacioni poslovi zapravo predstavljaju specifične oblike trgovine. koja se sprovodi putem razmene robe i usluga u odnosu 1:1. Naplate i plaćanja vrše se isključivo putem razmene dokumenata u isporuci robe i carinjenju robe. Ove poslove obnčno prate otvaranja paralelnih dokumentarnih akreditiva. Lice koje otvara akreditiv, zapravo, zahteva bankarsku garanciju od banke garanta kao obezbeđenje naplate posla. Stoga se u praksi kompenzacionih poslova često ističe složena spoljnotrgovinska tehnika, iako se praktično radi o elementarnoj trampi. Uostalom, svako vezivanje izvoza i uvoza zahteva dodatne operacije. pošto je isključeno plaćanje iz platno-bilansnih razloga. Efektivna sredstva plaćanja su isključena i kada je u pitanju otvaranje novih tržišta sa slabom kupovnom moći. Vezani, odnosno paralelni poslovi izvoza i uvoza čak su poželjni onda kada je neophodno obezbediti uvoz za potrebe snabdevanja tržišta robama namenjenim proizvođačima i potrošačima. Kod ovih kompenzacionih poslova sklapa se obično jedan ugovor, koji reguliše predmetne robe i uvozu i izvozu, njihove cene, primopredaju robe, način otpreme-dopreme robe, rokove isporuke, način plaćanja, kontrolu i sporove. Privredni subjekt koji direktno izvozi i uvozi robu po kompenzacionom poslu mora biti registrovan kod nadležnog privrednog suda i mora dobiti odobrenje nadležnog saveznog organa za ekonomske odnose sa inostranstvom. Pored toga, vrednost uvoza i izvoza mora bitn izbalansirana, što je inače važna odrednica kompenzacionih poslova, kao trampe. Konačno, neophodno je pribaviti odgovarajuće režimsko pravo na izvoz ili uvoz, pogotovu ako se radi o robi koja se nalazi na listi restriktivnog režima (dozvola, kontingent, saglasnost).

Generalno odobrenje privrednom subjektu za obavljanje kompenzacionih poslova implicira ispunjenje određenih kriterijuma za pribavljanje odobrenja, kao što su: (1) da se radi o izvozu u zemlje gde su nastupile platnobilansne poteškoće, (2) da se jugoslovenski izvoz ne može naplatiti. (3) da se radi o tehnološkom jačanju domaće privrede i (4) da se izvoz i uvoz prilagode potrebama tekuće ekonomske politike. Kompenzacionim poslovima se štite ekonomski interesi jugoslovenskih firmi u slučaju stečaja strane firme i nemogućnosti naplate potraživanja. Kopenzacionim poslovima olakšava se praktičan prelaz sa kliriiškog na konvertibilni način plaćanja posredstvom trampe. Kompenzacionim poslovnma se, na strani uvoza, omogućava domaćim firmama da dođu do nove tehnologije putem koje se proizvode novi proizvodi za izvoz i za zatvaranje obaveza. Kompenzacionim poslovima se omogućava izvođenje investicionih radova u zemljama u razvoju - proizvođačima nafte i uvoz nafte kao kontrakupovine u vrednosti izvršenih radova.

U celini posmatrano, kompenzacioni poslovi imaju i pozitivne i negativne osobine. i to: (1) obezbeđenje izvoza sopstvenih proizvoda i usluga, (2) osvajanje

novih tržišta. (3) obezbeđenje naplate potraživanja od zemalja sa platnobilansnim poteškoćama, (4) povećanje pokrivenosti uvoza izvozom, (5) poboljšanje strukture robne razmene. (6) ograničenje slobodne trgovine. (7) veće cene u uvozu i niže cene u izvozu. (8) smanjenje deviznog priliva i (9) negativne strukture robne razmene na štetu zemalja u razvoju. U tom kontekstu, poželjno je (a) na strani izvoza zastupati robu više faze prerade sopstvene proizvodnje, (b) izvoziti i uvoziti robu i usluge po cenama na svetskim tržištima, (c) uravnotežavati ponudu i tražnju izvozom i uvozom robe po osnovu kompenzacionih poslova. (d) osvajati nova tržišta za srpski izvoz i (e) forsirati izvoz investicionih radova.

21. VEZANI POSLOVI

U teoriji i praksi, vezaii poslovi se smatraju poslovima fleksibilnije razmene u odnosu na kompenzacione aranžmane. Vezani poslovi mogu se u praksi obavljati i kroz specijalno uravnotežene poslove izvoza i uvoza. Potreban je samo odgovarajući bankarski račun preko koga se kompenzuju izvozni i uvozni poslovi u odnosu 1:1. No, u praksi pretežu ipak paralelni poslovi, gde su plaćanja potpuno odvojena. Za vreme važenja ugovora samo se kontra kupovine izvršavaju paralelno. Ali, i tada kontraisporuke ne moraju biti izvršene u odnosu 1:1. "Vezani posao je, dakle, takva konstrukcija razmene robe i usluga pri kojoj se kupovine u jednom pravcu (izvoz) povezuje sa kupovinama u drugom pravcu (uvoz). Na osnovu ovako fiksirane obaveze, poslovi u jednom i drugom pravcu mogu se obavljati vremenski i finansijski potpuno nezavisno.[993]

U praksi su vezani poslovi vrlo diversifikovani, a njihovu strukturu komponuju (1) kontrakupovina, (2) off set razmena, (3) barter poslovi, (4) buyback posao i (5) switch poslovi.

Kontrakupovina implicira tri ugovorna odnosa, i to: ugovor o izvozu, ugovor o uvozu i ugovor o kontrakupovini. U nas dobar primer kontrakupovine predstavlja robna razmena sa Libijom:[994] (a) prvi ugovorni odnos je okvirni ugovor overen od strane nadležnih libijskih ministarstava (građevine i naftne industrije), gde se ugovara naplata investicionih radova u Libiji povlačenjem nafte iz Libije, (b) drugi ugovorni odnos jeste odnos libijskog investitora idomaćeg izvođača radova, kojim se osigurava dinamika izvršenja radova koja je usklađena sa povlačenjem nafte i (c) treći ugovora odnos jeste odnos zaključen između uvoznika i izvoznika nafte.

Offset razmena predstavlja svojevrsnu varijantu kontrakupovine. Obično se javlja kod kupovine aviona za potrebe civilnog vazduhoplovstva. Celokupna nabavka se ostvaruje uz pomoć kreditnog aranžmana, s tim što se avans plaća u gotovom. Ostali kreditni deo (po odbitku avansa) otplaćuje se domaćim

[993] Grupa autora, Tehnologija spoljnotrgovinskih poslova, Beograd, Jugoslavija publik, 1992. st. 54.
[994] Ibidem, st. 55-56.

isporukama, i to:[995] (a) komponenti opreme domaćih proizvođača za ugradnju u proizvod koji se kupuje za domaće potrebe. (b) isporukom komponenti za taj proizvod namenjen izvozu u druge zemlje van zemlje kupca. i (c) isporukom dugačke liste domaće robe i usluga stranom prodavcu ili njegovim kooperantima.

Barter poslovi reprezentuju izuzetno složene kompenzacione poslove sa više učesnika i više robe i usluga u svetskoj praksi. Ove poslove obično zaključuju vlade kao globalni sporazum o razmeni robe i usluga. Barter poslove obično prati konkretan ugovor sa spiskom učesnika posla i šprom listom robe, ali uz odgovarajući bankarski aranžman. U docnijoj etapi, ovi ugovoreni poslovi mogu se realizovati preko više konkretnih ugovora o izvozu i uvozu. Konstrukcija barter poslova obično se bazira na sledećem školskom primeru:[996] (a) pakistanski investitor prema ugovoru sa domaćim izvoćačem radova naplaćuje pakistanskoj banci u lokalnoj valuti vrednost izvršenih radova, o čemu pakistanska banka izveštava banku o uplaćenom iznosu kako bi preduzeća - uvoznici u toj vrednosti mogli povući robu sa liste robe po zaključenom trgovinskom aranžmanu sa Pakistanom, (b) uvoznici polažu banci dinarsku protivvrednost uvoza roba iz Pakistana i (c) banka isplaćuje izvođačima radova u Pakistanu dinarsku protivvrednost izvršenih radova (iz sredstava uplaćenih od strane uvoznika).

Buy-back posao reprezentuje vrlo složen poslovni aranžman. To je dugotrajan posao, koji se utvrđuje sa više dokumenata. Prenos tehnologije i opreme jeste predmet ovakvih trgovinskih aranžmana i ugovornih odnosa, koji obično prate i odgovarajući bankarski i finansijski aranžmani. Izvoz opreme po pravilu se obavlja uz pomoć dugoročnog kredita od 10 - 15 godina. Kupac je obavezan po ugovoru da plati avans. Kreditirani deo kupac opreme otplaćuje proizvodima, koje "odbacuje" novouvezena oprema. U praksi je to čest slučaj sa isporukama nasrte za opremu za naftu ili sa isporukama rude - utlja za opremu za rudnike. Rizik u vremenu između isporuke kapitalnih dobara i izvoza kontrakupovina za otplatu kredita pokriva se obično bankarskom garancijom i osiguranjem.

Switch poslovi se u spoljnoj trgovini. po pravilu. svode na robnu i valutnu arbitražu kako bi se ostvarila zarada na kursevima valute i cenama robe. Kursna razlika između čvrstih i mekih valuta omogućava zaradu na disažiji mekih valuta. U praksi, switch poslovi mogu biti i izvozni i uvozni. "Primera radi, ako neki naš izvođač investicionih radova u Rusiji na kraju obračuna ostvari suficit od 1 miliona dolara naplativ u rubljama, a proda ga (npr.) Geneksu sa 30% disažija i 2% provizije. Geneks plaća razliku u dinarima izvođaču radova. a za potraživanje kupuje sirovine u Rusiji. Sirovine proda na Zapadu ili ih uveze u Srbiju i u oba slučaja ostvari značajnu zaradu."[997]

---

[995] Isto, st. 55.
[996] Isto, st. 56.
[997] Isto, st. 56.

22. POSLOVI MALOGRANIČNOG PROMETA

Malogranični promet predstavlja promet robe i usluga koji se vrši u okviru pograničnog i susednog prekomorskog područja dve susedne zemlje na osnovu međusobno zaključenog međudržavnog ugovora. Time se praktično određuje: teritorijalna obuhvatnost pograničnog područja, koja se uglavnom svode na pogranične regione i njihove privredne centre uz državnu granicu, određuje banka preko koje se vrše plaćanja i naplate, način plaćanja i naplata preko posebnog računa koji se vodi u ugovorenoj obračunskoj valuti, način utvrđivanja lista robe koje se izvozi i uvozi.[998]

Paralelna pogranična razmena, kao deo ukupne razmene između susednih zemalja, interes je privrednog razvoja pograničnih područja (kao manje razvijeni krajevi), zajedničkog razvoja pogranično mešanog stanovništva, razmene sa minimalnim transportnim troškovima itd. Razvijanje pogranične saradnje kroz malogranični promet (i sijamske kompenzacione poslove) polazi od recipročnih pogodnosti predviđenih u obe zemlje, koje su predmet ugovora o malograničnom prometu sa susednom zemljom (mogućnost uvoza i izvoza robe bez plaćanja carine, taksi njporeza, čime se stvaraju uslovi za niže cene u izvozu i uvozu, i za pojačanu konkurentnost u odnosu na redovne poslove izvoza i uvoza. Malograničan promet u tom smislu je specifičan iz razloga što povlači poseban uređen način plaćanja i naplate preko posebnog računa koji se vodi u poslovnoj banci susednih zemalja. "Po tehnici poslovanja, malogranični promet je najbliži klirinškom načinu poslovanja, pa se u praksi i upotrebljava termin "mali kliring". Razlike između klirinškog načina plaćanja i malograničnog prometa su u obimu poslova (ugovor o klirignškom načinu poslovanja obuhvata celokupnu, sa manjim izuzecima, razmenu između zemalja ugovornica, a malogranični promet samo manji deo razmene) i u banci preko koje se odvija plaćanje i naplata (kliring se odvija preko emisionih banaka. a malogranični promet po pravilu preko poslovne banke). Zajedničko je da se plaćanja i naplate vrše tako što domaće preduzeće koje uvozi iz susedne zemlje u okviru malograničnog prometa šti kliringa polaže u protivvrednosti uvoza domaću valutu. Između banaka kod kojih se vodi poseban račun. vrši se obračun u posebnoj obračunskoj valuti (na primer u malograničnom prometu sa Bugarskom, Grčkom, Rumunijom uzet je SAD dolar. a u kliringu to je obračunski dolar) tako što banka kod koje je izvršena uplata u domaćoj valuti banci susedne zemlje potvrđuje da je u protivvrednosti izvršenog uvoza primila pokriće, bez prenosa deviza. Kako nema efektivnog prenosa deviza između banaka. svaka banka iz sredstava uplaćenih od strane domaćih uvoznika isplaćuje u domaćoj valuti domaćem izvozniku svom komitentu koji je izvezao robu u okviru malograničnog prometa, a na osnovu dokumenata o izvršenom izvozu. Iz

[998] Grupa autora, Tehnologija spoljnotrgovinskih poslova, Beograd, Jugoslavija publik, 1992. st. 57.

navedenog proizlazi da je za malogranični promet od značaja dinamička usklađenost izvoza i uvoza.[999]

23. DIREKTNA ULAGANJA STRANOG KAPITALA

Zajednička ulaganja reprezentuju najviši oblik dugoročne sprege ekonomskih interesa ugovornih strana u organizovanju, proizvodnji i prometu određenih dobara i usluga primenom poslednjih dostignuća nauke, tehnike i tehnologije. "Ugovorne strane zajednički ulažu rad, kapital i know-how i učestvuju u ostvarenim rezultatima poslovanja srazmerno učešću uloga, a zajednički snose i poslovni rizik (gubitak), u istoj srazmeri, ako on pritom nastane.[1000] Posao zajedničkog ulaganja je dugoročan sa sledećim koristima za stranog partnera: (1) korišćenje domaćih bogatstava i prirodnih izvora sirovina i energije za proizvodnju uz niže nabavne cene, (2) korišćenje postojećih domaćih kapaciteta u proizvodnji i prometu bez odgovarajućih ulaganja, i (3) korišćenje podsticajnih i favorizujućih efekata ekonomske i fiskalne politike. Za domaću privredu prednosti poslova zajedničkog ulaganja kroz (1) povećanje obima proizvodnje uz srazmerno, manja ulaganja, (2) proširenje asortimana domaće proizvodnje uvođenjem novih proizvoda koji su se uvozili, (3) uvođenje savremene tehnologije u domaću proizvodnju, (4) intenzivnije uključivanje domaće privrede u međunarodnu podelu rada, (5) povećanje obima izvoza i poboljšanje strukture spoljnotrgovinske razmene u korist proizvoda višeg stepena obrade i primene savremene tehnologije, (6) obezbeđenje relativno potpunije snabdevenosti domaćeg tržišta i (7) smanjenje uvoza gotovih proizvoda i rasterećenje platnog bilansa.

Predmet zajedničkih ulaganja u nas mogu biti: (a) materijalna dobra - nekretnine (zemljište, zgrade, insrrastruktura) i pokretne stvari (mašine, poslovni inventar, sirovine), (b) nematerijalne vrednosti (licenca po patentu, model, žig, industrijska svojina, tehnička pomoć, know-how, intelektualne usluge) i (c) finansijska sredstva po predračunu za osnovni i obrtni kapital u devizama i/ili dinarima.

Ugovorom o zajedničkom ulaganju strani ulagači imaju pravo da upravljaju i odlučuju u preduzeću srazmerno uloženim sredstvima, da učestvuju u raspodeli ostvarene dobiti ili gubitku srazmerno vrednosti uloženih sredstava, da učestvuju u uvećanju imovine mešovitog preduzeća, da svoja prava i obaveze prenose na druga domaća i strana preduzeća da po isteku ugovora povrate ulog bez ostatka itd. "Preduzeće koje raspolaže imovinom od uloga od strane (stvari, novac, prava) ima na domaćem tržištu ista prava i obaveze kao i svako drugo domaće preduzeće."[1001]

---

[999] Ibidem, st. 59.
[1000] Grupa autora, Tehnologija spoljnotrgovinskih poslova, Beograd, Jugoslavija publik, 1992. st. 64.
[1001] Grupa autora, Tehnologija spoljnotrgovinskih ,Jugoslavija publpik, Beograd, 1992. st. 239.

Sklopljeni ugovor o zajedničkim ulaganjima, po pravilu, sadrži sledeće važne "stvari"" za oba partnera: (1) ciljeve ulaganja i namenu sredstava iz uloga. (2) ukupan iznos uloga sa podacima o obimu i strukturi učešća svake strane, (3) način utvrđivanja dobiti nz zajedničkog poslovanja, (4) merila za utvrđivanje učešća ulagača u raspodeli ostvarenog profita od zajedničkog poslovanja, (5) način isplate stranom ulagaču pripadajućeg dela profita iz zajediiičkog poslovanja, (b) način povraćaja uloga stranog lica po isteku ugovora o zajedničkom ulaganju, (7) nadležnost poslovodnog organa, (8) merila za visinu otpisa osnovnih sredstava, (9) predmet poslovanja društva, (10) iznos nominalnog osnovnog kapitala društva, (11) vrsta akcija i oznaka banke i (12) organi upravljanja akcionarskim društvom.

Konačno, strani ulagač podleže obavezi plaćanja poreza na deo dobiti koji mu pripada iz zajedničkog poslovanja. Porez obračunava i uplaćuje domaća strana pre isplate dobiti stranom partneru. No, strani ulagač uživa poreske pogodnosti po zakonu, koja favorizuje njegova ulaganja u odnosu na domaće partiere. U stvari, poreski podsticaji su i najvažniji za inostrane partnere.

24. MEĐUNARODNE KONCESIJE

Međunarodne koncesije za korišćenje prirodnog bogatstva i dobra u opštoj upotrebi i zakup privrednog objekta predstavljaju posebne oblike ulaganja, koji se razlikuju od ostalih oblika ulaganja. "Ugovor o koncesiji predstavlja složeni oblik spoljnotrgovinskih ugovora, zavisno od toga da li se koncesija u celini daje stranom partneru ili se radi o suvlasništvu sa domaćim partnerom. Ako se radi o potpunom ulaganju i vlasništvu stranog partnera, onda je ugovor prostiji i definiše ugovorne strane, obavezu koju mora da ispuni strani partner (koncesionar), obaveze davaoca koncesije (koncedeta), visinu naknade za dobijenu koncesiju i rok na koji se daje pravo na koncesiju. Domaći partner (nadležni državni organ) najčešće daje pravo na izgradnju puta, eksploataciju rudnika, izgradnju sistema poslovnih objekata i sl., s tim da ih strani partner u određenom roku izgradi sopstvenim ili mešovitim kapitalom, da ih eksiloatiše određeni broj godina uz poštovanje ekoloških kriterijuma, a onda da ih bez naknade vrati u vlasništvo koncedentu.[1002] Koncedent daje koncesiju mešovitom stranom i domaćem preduzeću pod mnogo složenijim uslovima, pošto ugovor obavezno mora da sadrži ciljeve koncesije i međusobne saradnje, obavezu stranog kapitala u pogledu uloga kapitala, transfera tehnologije, konsaltinga. opreme i repromaterijala, obavezu domaćeg partnera u pogledu uloga zemljišta, zgrada i infrastrukture, robne snage, opreme i repromaterijala i novčannh sredstava, visinu naknade za dobijenu koncesiju, podelu dobiti i način upravljanja preduzećem.

[1002] Grupa autora, Tehnologija spoljnotrgovinskih, Jugoslavija publik, Beograd, 1992. st. 256.

Korisiost od ovakvih posebnih oblika stranog ulaganja ogleda se kroz (1) Obezbeđenje dodatne akumulacije iz inostranstva i tehnoloških unapređenja i znanja, (2) Aktiviranje nedovoljno korišćenih sopstvenih privrednih resursa za razvijanje domaće proizvodnje i uslužnih delatnosti, (3) Povećanje ekonomske rentabilnosti slobodnih proizvodnih kapaciteta, (4) Obezbeđenje veće zaposlenosti u zemlji, (5) Povećanje izvoza i deviznog priliva, (6) Uključivanje u međunarodnu podelu rada i (7) Povećanje prodaje već afirmisanih proizvoda na svetskim tržištima.

U finansijskoj praksi privatizacije, sredstva ostvarena od prodaje društvenih preduzeća slivaju se u Razvojni fond, kao akcionarski ulog republike/pokrajine. Deoničari Razvojnog fonda postaju domaća i strana lica, i država. Fond posluje na principu maksimalizacije profita sopstvenih finansijskih ulaganja u hartije od vrednosti. Razvojni fond je u suštini nominovai kao institucionalni investitor koji jedan deo sopstvenog kapitala angažuje u određenim preduzećima radi dizersifikacije rizika i maksimizacije prinosa od uloženog kapitala. Takav model angažovanja sredstava od prodaje društvenog kapitala preko institucionalnog investitora je od posebnog značaja za razvoj tržišta kapitala, ali za transformaciju društvene svojine i za efikasno privređivanje.

Prodajom društvenog kapitala sredstva faktički prelaze u državno vlasništvo. Time se i anonimna društvena svojina transformiše u nominalnu državnu szojinu. To je zapravo prva faza privatizacije. Tek u drugoj fazi dolazi do potpune privatizacije. U toj fazi republika prodaje deonice razvojnog fonda i na taj na.čin reducira državnu svojinu. A sredstva od ove prodaje koriste se za finansiranje budžeta i za smanjenje poreza. Društveni kapital prodaje se po tržišnoj ceni. U procesu formiranja cena zaposleni polaze od knjigovodstvene vrednosti, jer ovlašćenih revizora za procenjivanje vrednosti preduzeća još uvek nema. Na javnoj licitaciji faktički dolazi do izražaja tržišna cena, koja reflektuje i mogućnost odstupanja tržišne vrednosti od knjigovodstvene zrednosti preduzeća. Za sada institucionalno ne postoji mogućnost vrednovanja preduzeća putem diskontovanja budućih profita preduzeća. Zato potencijalni deo kapitalizovanih budućih profita ne”može da pripadne državi u vremenskoj sekvenci prodaje društvenog preduzeća.

24.1. Zakon o koncesijama [1003]

Ovim zakonom uređuju se uslovi, način i postupak davanja koncesije za korišćenje prirodnog bogatstva, dobara u opštoj upotrebi za koje je zakonom određeno da su u svojini Republike Srbije i za obavljanje delatnosti od opšteg interesa; predmet koncesije; rok trajanja koncesije; ugovor o koncesiji; koncesiona naknada; ostvarivanje koncesionih prava i obaveza; osnivanje i poslovanje koncesionog preduzeća i druga pitanja od značaja za ostvarivanje koncesije.

[1003] Sl. glasnik RS", br. 55/2003.

Uređivanje uslova, načina i postupka davanja koncesije zasniva se na načelima jednakog i pravičnog tretmana, slobodne tržišne utakmice i autonomije volje ugovornih strana. Načelo jednakog i pravičnog tretmana obuhvata zabranu diskriminacije po bilo kom osnovu između učesnika u postupku davanja koncesije i izbora koncesionara, kao i obavezu da učesnici u postupku izbora koncesionara imaju potpune i tačne informacije o postupku, standardima i kriterijumima za izbor koncesionara. Nijedan od učesnika u postupku izbora koncesionara ne može imati prednost nad ostalima u pogledu vremena, informacija i pristupa organima odgovornim za postupak davanja koncesije. Odluke se donose na osnovu unapred objavljenih i objektivnih kriterijuma, i sa obrazloženjem se dostavljaju svakom učesniku postupka za izbor.

Načelo slobodne tržišne utakmice obuhvata zabranu ograničavanja konkurencije između učesnika i obavezu prihvatanja svih učesnika čije ponude zadovoljavaju uslove propisane zakonom i koncesionim aktom.Načelo autonomije volje obuhvata slobodu ugovornih strana da, u skladu sa zakonom i drugim propisima i dobrim poslovnim običajima, međusobna prava i obaveze urede po svojoj volji.

Koncesija, u smislu ovog zakona, jeste pravo korišćenja prirodnog bogatstva, dobara u opštoj upotrebi ili obavljanja delatnosti od opšteg interesa, koje nadležni državni organ (u daljem tekstu: koncedent) ustupa domaćem ili stranom licu (u daljem tekstu: koncesionar), na određeno vreme, pod uslovima propisanim ovim zakonom, uz plaćanje koncesione naknade. Strano lice u smislu ovog zakona jeste: strano pravno lice sa sedištem u inostranstvu; strano fizičko lice; državljanin državne zajednice Srbija sa prebivalištem odnosno boravištem u inostranstvu dužim od godinu dana. Koncesija, u smislu ovog zakona, jeste i koncesija po B.O.T. sistemu (build-operate-transfer - izgradi-koristi-predaj), uključujući i sve oblike ovog sistema, a koji se zasniva na izgradnji ili rekonstrukciji i finansiranju kompletnog objekta, uređaja ili postrojenja, njegovom korišćenju i predaji u svojinu Republike Srbije (u daljem tekstu: Republika) u ugovorenom roku.Koncesija se može dati licima koja ispunjavaju uslove predviđene ovim zakonom, koncesionim aktom i javnim tenderom.Predmet koncesije može biti:

1) istraživanje i eksploatacija svih vrsta mineralnih sirovina;

2) izgradnja, obnavljanje, održavanje i korišćenje vodoprivrednih objekata, uključujući brane i akumulaciona jezera, sistema za snabdevanje vodom i njenu distribuciju, sistema za navodnjavanje i odvodnjavanje i sistema za sanitaciju;

3) izgradnja, održavanje i korišćenje puteva ili rekonstrukcija, razvoj, održavanje i korišćenje puteva;

4) izgradnja, održavanje i korišćenje javne železničke infrastrukture i organizovanje i regulisanje železničkog saobraćaja ili rekonstrukcija, modernizacija, održavanje ili korišćenje javne železničke infrastrukture i organizovanje i regulisanje železničkog saobraćaja;

5) izgradnja, održavanje i korišćenje objekata vazdušnog saobraćaja, opreme i aerodroma ili njihova rekonstrukcija, modernizacija, održavanje i korišćenje;

6) izgradnja održavanje i korišćenje objekata rečnog saobraćaja i luka ili njihova rekonstrukcija, modernizacija, održavanje i korišćenje;

7) izgradnja, održavanje i korišćenje telekomunikacionih objekata ili njihova rekonstrukcija, modernizacija, održavanje i korišćenje;

8) izgradnja, održavanje i korišćenje naftovoda, gasovoda, objekata za skladištenje, transport i distribuciju gasa ili njihova rekonstrukcija, modernizacija, održavanje i korišćenje;

9) izgradnja, održavanje i korišćenje komunalnih objekata radi obavljanja komunalnih delatnosti;

10) izgradnja, održavanje i korišćenje energetskih i drugih objekata radi proizvodnje, čuvanja, prenosa i distribucije električne i toplotne energije ili njihova rekonstrukcija, modernizacija, održavanje i korišćenje;

11) uređivanje, obnavljanje i korišćenje obala reka i jezera;

12) izgradnja, održavanje i korišćenje zdravstvenih ustanova ili njihova rekonstrukcija, modernizacija, održavanje i korišćenje i pružanje zdravstvenih usluga;

13) izgradnja sportsko rekreacionih objekata, sportskih terena i prostora za sport i rekreaciju, uključujući objekte za rekreaciju, sportske i kulturne aktivnosti;

14) korišćenje termalnih izvora u zdravstvene i proizvodne svrhe;

15) izgradnja objekata, rekonstrukcija, modernizacija i korišćenje postojećih objekata u banjama, područjima sa prirodno- lekovitim svojstvima i drugim prirodnim vrednostima radi njihovog korišćenja;

16) izgradnja, održavanje i korišćenje objekata turističke infrastrukture ili njihova rekonstrukcija, modernizacija, održavanje i korišćenje.

Predmet koncesije može biti i obavljanje drugih delatnosti koje su zakonom određene kao delatnosti od opšteg interesa. Koncesija se ne može dati stranom licu za one oblasti i na onim područjima na kojima, prema zakonu koji reguliše strana ulaganja, strano lice ne može biti osnivač preduzeća.Koncesija se može dati na rok do 30 godina. Rok trajanja koncesije određuje se u zavisnosti od predmeta koncesije i očekivane dobiti u obavljanju koncesione delatnosti. Prilikom određivanja roka, a posebno u slučaju ustupanja ekskluzivnih prava, posebno se uzima u obzir stepen preuzetog poslovnog rizika, potreba za izgradnjom objekata u početnom periodu, kao i potreba za razvojem konkurentnog tržišta u domenu delatnosti koje predstavljaju predmet koncesije.Ugovorom o koncesiji može se predvideti mogućnost produženja roka trajanja koncesije, ako posle zaključenja ugovora dođe do bitne promene uslova pod kojima je koncesija data koji suštinski otežavaju ispunjenje ugovora za jednu stranu ili usled kojih se ne može ostvariti svrha ugovora i ako se takva promena nije mogla predvideti u momentu zaključenja ugovora.

Predlog za davanje koncesije Vladi Republike Srbije (u daljem tekstu: Vlada) podnosi ministarstvo nadležno za odgovarajuću oblast (u daljem tekstu: nadležno ministarstvo). Predlog za davanje koncesije Vladi može podneti i nadležni organ autonomne pokrajine kada se predmet koncesije nalazi na teritoriji

autonomne pokrajine, kao i skupština jedinice lokalne samouprave na čijoj teritoriji se nalazi predmet koncesije. Predlog za davanje koncesije sadrži naročito: predmet koncesije, procenu opravdanosti i visine ulaganja, okvirni rok trajanja koncesije, osnovne uslove za realizaciju koncesije, predlog o visini naknade, nameni korišćenja predmeta koncesije, a kad inicijativu podnosi zainteresovano lice i podatke o tom licu (naziv firme, lično ime, dokaz o registraciji).

O stavu povodom predloga za davanje koncesije, Vlada obaveštava podnosioca predloga najkasnije u roku od četiri meseca od dana prijema predloga.Na osnovu stava Vlade, odnosno stava Narodne skupštine o nameri davanja koncesije i na osnovu ekonomskih, finansijskih, socijalnih i drugih pokazatelja, nadležno ministarstvo priprema predlog za donošenje akta o koncesiji koji dostavlja Vladi, najkasnije u roku od šest meseci od dana dostavljanja stava Vlade odnosno obaveštenja o stavu Narodne skupštine. Predlog za donošenje akta o koncesiji za istraživanje i eksploataciju svih vrsta mineralnih sirovina na teritoriji autonomne pokrajine priprema nadležni organ autonomne pokrajine, na način i pod propisanim uslovima, radi dostavljanja Vladi. Predlog za donošenje akta o koncesiji za izgradnju, održavanje i korišćenje objekata namenjenih za obavljanje komunalnih delatnosti, priprema nadležni organ jedinice lokalne samouprave, na način i pod propisanim uslovima, i sa mišljenjem nadležnog ministarstva dostavlja Vladi. Predlog za donošenje akta o koncesiji sadrži:

1) predmet koncesije;

2) razloge za davanje koncesije;

3) podatke o uticaju koncesione delatnosti na životnu sredinu, na infrastrukturu i druge privredne oblasti, na efikasno funkcionisanje tehničko-tehnoloških sistema;

4) minimalne tehničke, finansijske i iskustvene kvalifikacije koje kandidat mora imati da bi mu se omogućilo učestvovanje u postupku izbora koncesionara i pregovaranja;

5) rok trajanja koncesije, uključujući obrazloženje predloženog roka;

6) podatke o potrebnim novčanim i drugim sredstvima i dinamici njihovog ulaganja; način plaćanja, davanja garancija ili drugih sredstava obezbeđenja za izvršavanje koncesionih obaveza; prava i obaveze koncesionara prema korisnicima usluga koje su predmet koncesije i pitanja vezana za podnošenje prigovora od strane tih korisnika; pitanja uslova i načina vršenja nadzora; cene i opšte uslove za korišćenje dobara i obavljanje delatnosti;

7) ocenu o potrebnom broju radnih mesta i kvalifikovane radne snage u vezi sa izvršavanjem koncesije, ukoliko se predlaže da to bude elemenat koncesionog akta.

Koncesioni akt sadrži:

1) predmet koncesije i određivanje područja na kome će se vršiti koncesiona delatnost;

2) rok trajanja koncesije;

3) osnovne elemente javnog tendera, informacije i uputstva u pogledu tenderske dokumentacije;

4) uslove koje mora da ispunjava koncesionar;

5) kriterijumi na osnovu kojih se bira najpovoljnija ponuda;

6) uslove i način obavljanja koncesione delatnosti (uslovi i način pružanja usluga korisnicima i drugo);

7) uslove u pogledu zaštite životne sredine, bezbednosti i zaštite zdravlja na radu zaposlenih kod koncesionara;

8) vrstu i visinu garancije ili drugih sredstava obezbeđenja za izvršavanje koncesije;

9) način određivanja koncesione naknade;

10) druge elemente od značaja za uređivanje međusobnih prava i obaveza koncesionara i koncedenta.

Ako je predmet koncesije rekonstrukcija, adaptacija ili sanacija postojećih objekata, koncesioni akt sadrži i procenu visine ulaganja koja se utvrđuje u odnosu na vrednost objekata čija je rekonstrukcija, adaptacija ili sanacija predmet koncesije. Ugovor o koncesiji zaključuje se u skladu sa uslovima utvrđenim koncesionim aktom i ovim zakonom u roku od 60 dana od dana pravnosnažnosti odluke o određivanju koncesionara. Vlada imenuje pregovaračku komisiju koja će sa koncesionarom koji je određen na osnovu javnog tendera utvrđivati sadržinu ugovora u skladu sa uslovima utvrđenim koncesionim aktom i ovim zakonom i koja će u ime koncedenta sa koncesionarom utvrditi tekst nacrta ugovora o koncesiji. Pregovaračka komisija ima najmanje tri člana i za svoj rad odgovara Vladi. Ugovor o koncesiji zaključuje se u pismenoj formi. Ugovor o koncesiji sadrži odredbe o:

1) ugovornim stranama, predmetu koncesije, uključujući opis objekata, uređaja, postrojenja;

2) roku trajanja koncesije i uslovima pod kojim se taj rok može produžiti, dužini trajanja pripremnih radnji;

3) načinu i rokovima obezbeđivanja sredstava za finansiranje koncesione delatnosti (finansijski plan) i dinamici njihovog ulaganja, visini i načinu obezbeđenja garancija za izvršavanje koncesione obaveze;

4) uslovima obavljanja koncesione delatnosti;

5) standardima proizvoda i usluga, transferu tehnologije;

6) kriterijumima za određivanje cena-tarifa proizvoda i usluga za krajnje korisnike;

7) koncesionoj naknadi (visina, rokovi, uslovi i način plaćanja);

8) pravima i obavezama u pogledu preduzimanja mera obezbeđivanja opšte sigurnosti, zaštite zdravlja i zaštite životne sredine kao i odgovornosti za naknadu štete prouzrokovane ugrožavanjem opšte sigurnosti i zaštite životne sredine;

9) pravu na prenos koncesije;

10) vremenu i načinu predaje nepokretnosti, objekta, uređaja ili postrojenja i stanju u kome se oni moraju predati;

11) uslovima izmena ili raskida ugovora i njihovim posledicama, promenjenim okolnostima i višoj sili;

12) načinu rešavanja sporova i primeni merodavnog prava;

13) druge odredbe o kojima se sporazumno dogovore ugovorne strane.

Ugovorom se određuje i način međusobnog obaveštavanja o izvršenju ugovora, načinu vršenja kontrole tog izvršenja i ostvarivanja prava i obaveza ugovornih strana. Ugovor o koncesiji zaključuju Vlada u ime i za račun Republike i koncesionar. Ako je koncesija data većem broju lica ugovor o koncesiji zaključuje svaki od koncesionara ili lice ovlašćeno od tih koncesionara, po specijalnom punomoćju. Kad je predmet koncesije izgradnja komunalnih objekata radi obavljanja komunalne delatnosti, ugovor zaključuju koncesionar i nadležni organ jedinice lokalne samouprave u ime i za račun jedinice lokalne samouprave, uz prethodnu pismenu saglasnost Vlade. Ugovor o koncesiji evidentira se u jedinstvenom registru koncesija koji vodi ministarstvo nadležno za poslove finansija. Na osnovu i u skladu sa ugovorom o koncesiji, koncedent i koncesionar mogu sa bankama i drugim finansijskim institucijama zaključiti poseban ugovor kojim se na bliži način reguliše finansiranje koncesije predviđeno ugovorom o koncesiji.

Ugovorom iz se može predvideti da, u slučaju pokretanja postupka stečaja ili likvidacije nad koncesionim preduzećem, na predlog banke ili druge finansijske institucije koncedent može doneti odluku o zameni koncesionara drugim koncesionarom koji ispunjava uslove predviđene koncesionim aktom. Za dobijenu koncesiju plaća se naknada (u daljem tekstu: koncesiona naknada) u skladu sa koncesionim aktom i ugovorom o koncesiji. Koncesiona naknada određuje se u zavisnosti od vrste, kvaliteta, kategorije, količine, namene i tržišne cene prirodnog bogatstva ili dobra u opštoj upotrebi, odnosno u zavisnosti od vrste delatnosti, tržišnih uslova poslovanja, dužine trajanja koncesije, procenjenog rizika i očekivane dobiti (profita).

Sredstva ostvarena od koncesione naknade prihod su Republike i uplaćuju se na uplatni račun budžeta Republike Srbije. Sredstva u visini od 30% izdvojiće se za finansiranje razvoja i infrastrukture autonomne pokrajine na čijoj teritoriji se obavlja koncesiona delatnost. Sredstva u visini od 5% izdvojiće se za finansiranje razvoja i infrastrukture jedinica lokalne samouprave na čijem području se obavlja koncesiona delatnost.Sredstva ostvarena od koncesione naknade za obavljanje komunalne delatnosti prihod su jedinice lokalne samouprave.

Koncesionar gradi, održava i koristi objekte i obavlja koncesionu delatnost, odnosno koristi dobra od opšteg interesa u skladu sa propisima kojima se uređuje prostorno i urbanističko planiranje i korišćenje dobara od opšteg interesa, uslovi i način obavljanja delatnosti koja je predmet koncesije, kao i u skladu sa propisima u oblasti zaštite životne sredine. Na predmetu koncesije koncesionar stiče pravo korišćenja i upravljanja na način i pod uslovima predviđenim koncesi-

onim aktom i ugovorom o koncesiji. Koncesionar može dobijenu koncesiju preneti drugom licu, uz saglasnost koncedenta, na način i pod uslovima predviđenim ugovorom o koncesiji. Prenos koncesije vrši se posebnim ugovorom na koji saglasnost daje koncedent. Ugovor o prenosu koncesije zaključen bez saglasnosti koncedenta ništav je.

Uvećanje vrednosti objekata, uređaja i postrojenja u državnoj svojini koji su u funkciji korišćenja predmeta koncesije ili kojima se doprinosi njegovoj namenskoj upotrebi, nastale pri vršenju koncesione delatnosti, svojina je Republike, ako ugovorom o koncesiji nije drugačije određeno. Prestankom obavljanja koncesione delatnosti koncesionar ima pravo na naknadu za učinjena poboljšanja, samo ako je to utvrđeno ugovorom o koncesiji. Nađene predmete u zemljištu koji predstavljaju istorijske, kulturne ili prirodne vrednosti, koncesionar je dužan bez naknade da preda koncedentu. Ako bi dalje izvodenje radova moglo da ugrozi celinu, odnosno vrednost nađenog predmeta, koncesionar je dužan da obustavi radove i o tome obavesti državni organ nadležan za poslove zaštite istorijskih, kulturnih i prirodnih vrednosti.

Koncesionaru se garantuju prava utvrđena zakonom, ugovorom o koncesiji i ugovorom o finansiranju projekta, a stranim licima i prava utvrđena međunarodnim ugovorima o podsticanju i zaštiti stranih investicija. Koncesionar koji je vršio istraživanja mineralnih sirovina, ima pravo prvenstva za dobijanje koncesije za eksploataciju tih sirovina, pod uslovima utvrđenim zakonom i ugovorom o koncesiji za istraživanje. Ako se u vezi sa davanjem koncesije mora izvršiti eksproprijacija, odnosno uređenje građevinskog zemljišta, troškovi eksproprijacije, odnosno uređenja građevinskog zemljišta, padaju na teret koncesionara, s tim što se ugovorom o koncesiji utvrđuju način i rokovi plaćanja troškova. Za obavljanje koncesione delatnosti koncesionar osniva preduzeće u roku od 60 dana od dana zaključenja ugovora o koncesiji sa sedištem u Republici, osim u slučaju ako ima već registrovano preduzeće za obavljanje iste delatnosti. Koncesiono preduzeće se osniva, posluje i organizuje kao društvo sa ograničenom odgovornošću ili akcionarsko društvo u skladu sa zakonom kojim se uređuje pravni položaj preduzeća i drugim propisima kojima su uređeni uslovi i način poslovanja preduzeća.

Na koncesiono preduzeće prenose se sva prava i obaveze koncesionara iz ugovora o koncesiji. Koncesiono preduzeće prestaje istekom roka na koji je osnovano, ako ugovorom o koncesiji nije drugačije predviđeno, kao i u drugim slučajevima propisanim zakonom ili ugovorom o koncesiji. U slučaju prestanka koncesionog preduzeća, objekti, uređaji, postrojenja i druga sredstva iz okvira predmeta koncesije predaju se koncedentu. Poreske i carinske olakšice i oslobođenja koncesionar ili koncesiono preduzeće ostvaruju u skladu sa propisima koji regulišu pitanja poreza i carina. Promene propisa neće se primenjivati na koncesiono preduzeće ukoliko su za njega nepovoljnije u odnosu na olakšice, odnosno oslobođenja koja su važila na dan zaključenja ugovora o koncesiji.

A. Predmet ugovora o koncesiji mogu biti:

1) istraživanje i eksploatacija svih vrsta mineralnih sirovina;

2) izgradnja, održavanje i korišćenje vodoprivrednih objekata, uključujući brane i akumulaciona jezera, sistema za snabdevanje vodom i njenu distribuciju, sistema za navodnjavanje i odvodnjavanje i sistema za sanitaciju;

3) izgradnja, održavanje i korišćenje puteva ili rekonstrukcija, razvoj, održavanje i korišćenje puteva;

4) izgradnja, održavanje i korišćenje javne železničke infrastrukture i organizovanje i regulisanje železničkog saobraćaja ili rekonstrukcija, modernizacija, održavanje ili korišćenje javne železničke infrastrukture i organizovanje i regulisanje železničkog saobraćaja;

5) izgradnja, održavanje i korišćenje objekta vazdušnog saobraćaja, opreme i aerodroma ili njihova rekonstrukcija, modernizacija, održavanje i korišćenje;

6) izgradnja, održavanje i korišćenje objekata rečnog saobraćaja i luka ili njihova rekonstrukcija, modernizacija, održavanje i korišćenje;

7) izgradnja, održavanje i korišćenje telekomunikacionih objekata ili njihova rekonstrukcija, modernizacija, održavanje i korišćenje;

8) izgradnja, održavanje i korišćenje naftovoda, gasovoda, objekata za skladištenje, transport i distribuciju gasa ili njihova rekonstrukcija, modernizacija, održavanje i korišćenje;

9) izgradnja, održavanje i korišćenje komunalnih objekata radi obavljanja komunalnih delatnosti;

10) izgradnja, održavanje i korišćenje energetskih i drugih objekata radi proizvodnje, čuvanja, prenosa i distribucije električne i toplotne energije ili njihova rekonstrukcija, modernizacija, održavanje i korišćenje;

11) uređivanje, obnavljanje i korišćenje obala reka i jezera;

12) izgradnja, održavanje i korišćenje zdravstvenih ustanova ili njihova rekonstrukcija, modernizacija, održavanje i korišćenje i pružanje zdravstvenih usluga;

13) izgradnja sportsko-rekreacionih objekata, sportskih terena i prostora za sport i rekreaciju, uključujući objekte za rekreaciju, sportske i kulturne aktivnosti;

14) korišćenje termalnih izvora u zdravstvene i proizvodne svrhe;

15) izgradnja objekata, rekonstrukcija, modernizacija i korišćenje postojećih objekata u banjama, područjima sa prirodno-lekovitim svojstvima i drugim prirodnim vrednostima radi njihovog korišćenja;

16) izgradnja, održavanje i korišćenje objekata turističke infrastrukture ili njihova rekonstrukcija, modernizacija, održavanje i korišćenje.

Predmet koncesije može da bude i obavljanje drugih delatnosti koje su zakonom određene kao delatnosti od opšteg interesa. Koncesija se ne može dati stranom licu za one oblasti i na onim područjima na kojima, prema zakonu koji reguliše strana ulaganja, strano lice ne može biti osnivač preduzeća.Ugovor o

koncesiji zaključuje se u skladu sa uslovima utvrđenim koncesionim aktom i ovim zakonom u roku od 60 dana od dana pravosnažnosti odluke o određivanju koncesionara. Vlada imenuje pregovaračku komisiju koja će sa koncesionarom koji je određen na osnovu javnog tendera utvrđivati sadržinu ugovora u skladu sa uslovima utvrđenim koncesionim aktom i ovim zakonom i koja će u ime koncedenta sa koncesionarom utvrditi tekst nacrta ugovora o koncesiji. Pregovaračka komisija ima najmanje tri člana i za svoj rad odgovara Vladi. Ugovor o koncesiji sadrži odredbe o:

1) ugovornim stranama, predmetu koncesije, uključujući opis objekata, uređaja, postrojenja;

2) roku trajanja koncesije i uslovima pod kojima se taj rok može produžiti, dužini trajanja pripremnih radnji;

3) načinu i rokovima obezbeđivanja sredstava za finansiranje koncesione delatnosti (finansijski plan) i dinamici njihovog ulaganja, visini i načinu obezbeđenja garancija za izvršavanje koncesione obaveze;

4) uslovima obavljanja koncesione delatnosti;

5) standardima proizvoda i usluga, transferu tehnologije;

6) kriterijumima za određivanje cena - tarifa proizvoda i usluga za krajnje korisnike;

7) koncesionoj naknadi (visina, rokovi, uslovi i način plaćanja);

8) pravima i obavezama u pogledu preuzimanja mera obezbeđivanja opšte sigurnosti, zaštite zdravlja i zaštite životne sredine, kao i odgovornosti za naknadu štete prouzrokovane ugrožavanjem opšte sigurnosti i zaštite životne sredine;

9) pravu na prenos koncesije;

10) vremenu i načinu predaje nepokretnosti, objekta, uređaja ili postrojenja i stanju u kojem se oni moraju predati;

11) uslovima izmena ili raskida ugovora i njihovim posledicama, promenjenim okolnostima i višoj sili;

12) načinu rešavanja sporova i primeni merodavnog prava;

13) druge odredbe o kojima se sporazumno dogovore ugovorene strane.

Ugovorom se određuje i način međusobnom obaveštavanja o izvršenju ugovora, načinu vršenja kontrole tog izvršenja i ostvarivanja prava i obaveza ugovornih strana. Ugovor o koncesiji zaključuje se u pismenoj formi. Ugovor o koncesiji zaključuje Vlada u ime i za račun Republike i koncesionar. Ako je koncesija data većem broju lica, ugovor o koncesiji zaključuje svaki od koncesionara ili lice ovlašćeno od tih koncesionara, po specijalnom punomoćju. Kad je predmet koncesije izgradnja komunalnih objekata radi obavljanja komunalne delatnosti, ugovor zaključuju koncesionar i nadležni organ jedinice lokalne samouprave u ime i za račun jedinice lokalne samouprave, uz prethodnu pismenu saglasnost Vlade.

Ugovor o koncesiji evidentira se u jedinstvenom registru koncesija koji vodi Ministarstvo nadležno za poslove finansija. Odredbama navedenog zakona uređeno je pitanje ugovora o finansiranju koji mogu zaključiti koncesionar i

koncedent, u skladu s ugovorom o koncesiji, sa bankama i drugim finansijskim institucijama. Ovim ugovorom bliže se reguliše finansiranje koncesije predviđeno koncesionim ugovorom. Koncedent može, na predlog banke ili druge finansijske institucije, doneti odluku o zameni koncesionara drugim koncesionarom koji ispunjava uslove predviđene koncesionim aktom, u slučaju da je takva mogućnost predviđena ugovorom o koncesiji. Na ovaj način omogućeno je, imajući u vidu poslovnu praksu, da ukoliko za koncesiju, zbog poslovnih problema koncesionog preduzeća nad kojim se pokrene postupak stečaja ili likvidacije, postoji opasnost da se neće ostvariti, zamenom koncesionara, dođe do ispunjenja koncesije i time do očuvanja opšteg interesa. Mogućnost predlaganja koncesionara data je bankama i finansijskim institucijama, imajući u vidu da se sredstva za finansiranje ovakvih poslovnih poduhvata nabavljaju iz kredita, i time obezbedi interes davaoca kredita da do ispunjenja koncesije i dođe, što je ujedno i interes Republike Srbije. Prelaznim i završnim odredbama Zakona je predviđeno da se na odnose utvrđene ugovorom o koncesiji zaključenim do dana stupanja na snagu, primenjuju odredbe tih ugovora i zakona na osnovu kojih su zaključeni, ukoliko je to za koncesionara povoljnije. U odredbama novog Zakona o koncesiji koje se odnose na rešavanje sporova uvaženo je pravilo da su domaći sudovi jedino nadležni u rešavanju sporova čiji je predmet nepokretnost. Propisano je da sporove koji nastanu u ostvarivanju koncesionih odnosa, čiji je predmet nepokretnost, rešava nadležni sud u Republici. Za rešavanje sporova koji nastanu u izvršavanju drugih međusobnih prava i obaveza, data je mogućnost da se ugovori nadležnost domaće arbitraže, a ako je koncesionar strano lice, i nadležnost međunarodne arbitraže.

25. AKCIONARSTVO I MENADŽERSTVO

Društveno vlasništvo u mnogome je potrošilo svoju ekonomsku motivaciju. U suštini, neefikasnost privređivanja na društvenoj svojini shvaćenoj kao nesvojini, neoboriv je argument za one koji uporno tvrde i dokazuju da je društveni oblik vlasništva utopija socijalizma. U takvom socijalizmu titular je postao kolektiv, a svojina opšte-društvena. Ambiciozna socijalistička država dovela je do toga da je društvena svojina za radnika postala apstrakcija nametanjem direktora koji nisu postali menadžeri. U socijalističkom tipu preduzeća, proizvodna i poslovna efikasnost našle su se, stoga, u drugom planu.

Socijalizam je ipak ekonomski prinuđen da pronađe titulara, koji jedino može da uvećava i štiti akumulaciju od prirodne težnje radnika da dođe do veće zarade pa makar to bilo i na teret akumulacije. U tržišnim privredama vlasnička funkcija u korporacijama potpuno je odvojena od menadžera. Vlasnik, kao titular svojine, odabira sposobnog menadžera koji preduzeće treba da učini poslovno

efikasnim subjektom. Čak i tamo gde je titular svojine država, vešti menadžer čini preduzeće efikasnim agensom.

Predlozi o opštoj reprivatizaciji društvene svojine u nas jesu reprezentanta novog puta iznalaženja titulara, doduše uz sporna pitanja kome bi pripao novac od rasprodate imovine i šta bi se učinilo s tim novcem. Ali, i pretvaranje sadašnje društvene u kolektivnu svojinu može se uspešno obaviti pretvaranjem imovine u akcije. Tuje, u krajnjoj instanci, i mogućnost da se u preduzećima izmešaju društvena i privatna svojina bez obzira da li je titular domaći privatni i strani kapital.

Denacionalizacija javne preduzetničke imovine (privatizacija) i unapređenje konkurencije (deregulacija) jesu stvarni izlaz socijalizma iz večne krize, kome jedino inflacionizam godi do sopstvenog raspada. Reprivatizacija u načelu označava povratak ekonomske moći pojedinca, koja perpetuira u razvoju slobodnog preduzetništva. Rasprodaja društvene imovine prodajom akcija privatnom sektoru samo u toku narednih pet godina redukovala bi volumen društvene svojine industrijskog sektora za gotovo 1/3 i približio bi se opsegu javne svojine koji bitiše u Švedskoj.

Preduzetnički sistem je zato i direktno zainteresovan za našu privrednu reformu, koja će inaugurisati pluralističku svojinsku strukturu i ojačati privatno vlasništvo, ali i inaugurisati i vladu do maksimuma korektnu prema ekonomiji, biznisu, tržištu, deoničarstvu i sl. Tako inaugurisana vlada bi trebalo da podnese parlamentu zakon o privatizaciji koji treba da akceleriše proces rasprodaje društvene imovine u funkciji povećanja efikasnosti i konkurentske sposobnosti privrede, i skraćivanja roka ulaska Srbije u EU kao kruna reformskih zaokreta ili nagrada za odustajanje od tatarskog socijalizma. Bez temeljnog menjanja vlasničkih odnosa nema šansi za afirmaciju deonica i deoničarstva, kao oblika koncentracije kapitala. A pošto su kapitalni resursi oskudni, prevođenje društvenih preduzeća u deoničarska društva može se obaviti bez kapitala u novčanom obliku, odnosno rasprodajom imovine putem prodaje deonica. To je jeftinije od bilo koje sanacije propale juprivrede, koju verovatno niko neće da kupi u Evropi i po cenu prebijanja dugova.

Danas se u nas gotovo sve banke transformišu u deoničarsko društvo kako bi poslovanjem sa kapitalom deoničara i drugim pribavljegoš kapitalom u zemlji i inostranstvu ostvarile što veću dobit i dividendu svojim deoničarima na načelima likvidnosti. sigurnosti i rentabilnosti. Banke, pa i osiguravajuće kompanije, zato treba i da učestvuju sa 1/3 u berzanskom indeksu performansi deonica, jer su savremeni investitori svuda u svetu već usmerili svoj interes na deonice banaka i osiguravajućih društava. Međutim, ako je opšta profitna stopa na izuzetno niskom nivou. onda je i dividenda neatraktivna, naročito u odnosu na sigurne i visoke bankarske kamate. To je pak indikator da je ulaganje novca u hartije od vrednosti "opasno" rizičan posao, pogotovu što će "privredni ološ" hitno ponuditi svoje vrednosne papire da bi se dokopao svežeg novca. Banke su to na vreme shvatile i zato su prve pohitale da se transformišu u akcionarska preduzeća (deoničarska

društva). Doduše, naše banke i jesu najveći garanti u pogledu sigurnosti plasiranja kapitala, pa i nivoa dividende. Tako je bilo i u staroj Jugoslaviji u kojoj su novčani zavodi prvi pohitali u "pravljenju" akcionarskih društava.

Institucionalni akcionari su finansijski, a ne industrijski menadžeri. Oni teže da kontrolišu rukovođenje firmom i da razbiju monopol korporativističke strukture; a onaj ko daje sredstva i snosi rizik stiče automatski pravo na upravljanje i na deobu dobiti. Tzv. premija za rizik (dodatni prinos na nerizične obveznice) fluktuira na visokom nivou, što znači da bankarski investitori i deonički kapital u današnjem svetu već zaziru od izloženog, potencijalnog rizika. Normalno je, stoga, da kupce deonica u stopu prate faze finansijske konsolidacije berze, pa čak i onda kada je berza, po definiciji, nespojiva sa društvenom svojinom i samoupravljanjem.

U tom kontekstu, država treba poreskom politikom da stimuliše pretvaranje preduzeća u zajednička akcionarska društva, koja mogu osnivati sva domaća i strana pravna i fizička lica; kao što su društvena preduzeća, banke, osiguravajuća društva, građani, strana preduzeća, stranci i naši radnici na privremenom radu u inostranstvu. Takvo društvo brzo prikuplja sredstva emitovanjem akcija i osposobljava ekonomske subjekte za razvoj, tržišnu konkurenciju i preduzetništvo.

Novoosnovano tržište novca treba sada da stavi u potpuno nove odnose domaće banke i poslovne subjekte na način da se likvidnost više ne rešava štampanjem novca. To pak znači da učesnici u novčanim transakcijama nužno moraju da se prilagode tržišnoj logici, jer tržište novca i hartija od vrednosti reprezentuje organizaciju koja posreduje u prometu novca. Na tom tržištu bankari prodaju i kupuju novac za potrebe svojih komitenata. Novac na tržištu ima svoju cenu, kao i svaka roba, u zavisnosti od ponude i tražnje, koje uplivišu na nivo kamate. Visina kamate zajedno sa eskontnom stopom NBS treba da osigura monetarnu ravnotežu i pokretljivost novca, i da postane instrument emisije (i poništenja) novca. NBS je na tržištu novca prisutna samo da održava monetarnu ravnotežu u projektovanim granicama.

U sklopu brojnih ograničenja, NBS treba da izgradi stimulativne mehanizme za funkcionisanje tržišta kapitala i berze. Naime, politikom niže eskontne stope na svoje kratkoročne hartije od vrednosti NBS bi upućivala ulagače na ulaganja u dugoročne hartije od vrednosti i navodila bi ih da svoju novčanu imovinu drže u dugoročnim plasmanima. Privreda bi preko više kamatne stope na svoje obveznice u odnosu na državne obveznice dodatno učinila atraktivnim tržište kapitala i berze.

Konstituisanje i funkcionisanje tržišta kapitala i berze u nas ide daleko teže i sporije u odnosu na tržište novca i kratkoročnih hartija od vrednosti zbog toga što postoji hronični nedostatak kapitala, što su slabi motivi ulaganja, što su niske profitne stope i što su izuzetno nestabilni uslovi privrećivanja i tržišne konkurencije. Deoničarstvo po pravilu pretpostavlja promenu osnovnih svojinskih odnosa, jer deonica koja glasi na ime ili na donosioca vlasniku donosi upravljačka

prava po osnovu uloženih sredstava, uz rizik u visini uloga u dato preduzeće. Bez instituta vlasnika, deoničarstvo i berze, kao sekundarno tržište hartija od vrednosti, biće u startu iskompromitovane novine, pogotovu ako se ne zna kada će se obezbediti zaštita poverilaca u cilju donošenja valjanih odluka niti koji će institut obezbeđivati ocenu validnosti hartija od vrednosti i učesnika na berzi. Tu su i nerešena pitanja prilagođavanja tržišnoj valorizaciji imovine, denominiranja deonica na inostranu valutu i oporezivanja dividendi. Pri tome je mogućnost izdavanja obveznica koje su denominirane u stranom novcu (pa i u drugim vrednosnim jedinicama, kao što su ECU i SDR važna poluga za afirmaciju dinara, koji je pao na najniže grane u čitavom posleratnom razvoju novčanog sistema.

Vlada najavljuje transformaciju društvene imovine u društveni kapital. Ideja se sastoji u tome da se postojeća neto imovina privrede (ekviti ili poslovni fond uvećan za odgovarajući deo nenominovanog kalitala - revalorizovane rezerve i neraspoređena dobit) prenese na republičke i pokrajinske zajednice invalidsko-penzijskog osiguranja u vidu prioritetnih akcija na osnovu kojih se ne stiče pravo upravljanja. Ove prioritetne akcije nosile bi dividendu, odnosno fiksni prinos koji bi se isplaćivao iz dobiti preduzeća pre raspodele na lične dohotke. dividendu po običnim akcijama i akumulaciju. Na prvi pogled, ideja je nalik na propisivanje minimalne stope akumulacije ili na propisivanje kamate na poslovni fond, što inklinira svojevrsnom porezu na sredstva (imovinu). Prinos po prioritetnim akcijama (dividenda) poseduje zajedničke elemente oba gornja rešenja u tom smislu što sredstva ne ostaju preduzeću niti pripadaju budžetu države (kakav je inače slučaj kod kamate na poslovni fond, odnosno kod minimalne stope akumulacije). Formalnopravno, novi predlog teži da definiše nominalnog vlasnika imovine, a to su fondovi invalidsko-penzijskog osiguranja. No, novi vlasnik nema pravo upravljanja niti ima interesa za efikasnu upotrebu njegove imovine, ali ne snosi ni rizik. Stoga. svako smanjenje prinosa od prioritetnih akcija može se rekompenzovati porastom stopa doprinosa iz LD za penzijske fondove.

Vladajući koncept društvene svojine sa nedefinisanim vlasništvom jeste smetnja koja onemogućava da se praktično sagledaju subjekti koji mogu da obave transakcije sa deonicama, i da izlože preduzeće javnosti radi otkupa njegovih akcija, ali i da obezbede odgovarajući položaj menadžera koji profesionalno upravlja preduzećem, donosi odluku o emitovanju deonica i prodaji preduzeća.

Akcije i akcionarstvo, kao fenomeni koji odslikavaju vlasnički odnos, omogućavaju sticanje dohotka (dividende) od svojine i upravljanje na bazi svojine, ali sa velikim prednostima u procesu obezbeđenja trajnih izvora sredstava preduzeća, za kojima inače vapi srpska privreda. Međutim, vladajućoj birokratiji nije u interesu akcionarstvo i finansijsko tržište iz prostog razloga što to podrazumeva preraspodelu društvene moći. Socijalističkim oligarhijama smetaju i tzv. menadžeri, iako su i slabo obučeni i loše školovani. Obučenim političkim smetalima naročito bi zasmetali menadžeri savremenog tipa, koji ne zanemaruju izdatke za istraživanje i razvoj, i ne podležu kratkoročnim profitima. Jer, istraži-

vačko-razvojni napori, npr. u kompanijama, omogućavaju menadžerima da čak uvere i ubede akcionare da firmom upravlja sposobno rukovodstvo, koje dugoročno podiže nivo dobiti i akceleriše kvantum dividendi. U socijalizmu "strave i užasa" na čelu sa birokratskom garniturom ideološki prepariranih i dogmatizovanih glava to je jednostavno nemoguće iz prostog razloga što se elementarno ne shvata da je univerzalni menadžer biznismen svetskog glasa, koji je ovladao svim tajnama nauke i prakse u oblasti upravljanja proizvodnjom, finansijama, tehnologijom, istraživanjem, razvojem, investicijama, planiranjem, marketingom, kadrovima, raspodelom i rizikom. Zato i proizvodnja menadžera kod nas mora da valorizuje novi princip - natrag u školu. Ali proliferacija kurseva o preduzetništvu i seminara o menadžerstvu koje drže dobro naučno-stručno ekipirane poslovne škole jeste refleksija modernog marketinga znanja i operativnog obrazovanja. Zato danas kompanije troše sve više i vremena i novca za obuku svojih rukovodilaca. Investiranje u obuku doživljava svoj pravi boom, jer su menadžeri na visokoj ceni. Našim partijskim glavešinama je trebalo 45 godina da to shvate.

Ali, ako su to nekako i shvatili, ne verujem da su shvatili i svarili da svi imaoci akcija imaju određena prava, i to: (1) pravo na potvrdu o vlasništvu, (2) pravo na određenu nadoknadu kao udeo u dobiti preduzeća u formi dividende, (3) pravo na učešće u izboru uprave preduzeća i u donošenju odluka, (4) pravo na prenos vlasništva, (5) pravo na učešće u novoj emisiji akcije, (6) pravo na uvid svih poslovnih podataka i informacija preduzeća i (7) pravo na učešće u imovini po likvidaciji preduzeća. Sva ova prava naročito nose tzv. obične akcije (Common stock), kod kojih se posebno valorizuje pravo na dividendu i pravo glasa na skupštini akcionara.

Pored svih običnih akcija u prometu postoje i tzv. povlašćene akcije (prefeered stock), koje su obično povlašćene pri isplati dividende, koje su unapred garantovane i izražene u procentima. Dividenda kod povlašćenih akcija se izražava kao fiksni prinos. Ove akcije su često slične obveznicama, mada nemaju glasačko pravo u najvećem broju slučajeva (ali zato imaju manji rizik od običnih akcija). A ako se dividende kumuliraju u dužem peprodu, onda se tu radi o tzv. kumulativnim povlašćenim obveznncama, koje imaju prednost u naplati dividendi. Sve dok se povlašćene akcije ne isplate, obične akcije se ne isplaćuju (čekaju u redu).

Za razliku od ovih akcija, konvertibilne povlašćene akcije se po želji vlasnika mogu konvertovati u obične akcije pod unapred poznatim uslovima. To se naročito praktikuje u procesu izbora uprave preduzeća kada vlasnici povlašćenih akcija njihovim konvertovanjem u obične akcije stiču glasačko pravo. No, i obične akcije mogu da se klasifikuju na klasu A i na klasu B - tzv. klasifikovane obične akcije (klassified common stock). Akcije klase A imaju prednost pri naplati dividende u odnosu na akcije klase B. Međutim, akcije klase A nemaju pravo glasa kao kod akcija klase B. Konačno, i obične i povlašćene akcije u

načelu mogu biti garantovane. Time se obično garantuje isplata dividendi; ali to garantovanje obezbeđuje ili banka ili druga firma.

Međutim, obveznice, koje izdaje javni sektor, obično se klasifikuju na sledeće tipove: (1) državne obveznice (Governement bonds), (2) obveznice vladinih agencija/korporacija (Governement agency/Corporation bond), (3) kratkoročne državne obveznice (Treasury bills) i (4) obveznice lokalnih organa uprave (Municipal bonds, Local Autority stok). Što se tiče državnih obveznica, njihov cilj je finansiranje deficita budžeta. Državne obveznice izdaje i garantuje država, a mogu da posluže i za finansiranje razvoja infrastrukture i drugih razvojnih projekata iz investicionog ili razvojnog budžeta. Zato se ove hartije od vrednosti često i nazivaju razvojne obveznice. Državne obveznice da bi bile atraktivnije za publiku i jeftinije za izdavaoca mogu biti oslobođene od plaćanja taksi. U praksi se često dešava da komercijalne banke i ostale finansijske institucije budu obavezne da kunuju državne obveznice kao deo svojih obaveznih rezervi. Čak i kriterijumi investiranja osiguravajućih kompanija i penzijskih fondova mogu biti obligatni za ove subjekte koji treba da plasiraju svoja sredstva u kupovinu državnih obveznica.

Vladine korporacije sa slobodnim "Cash flowom" (pošte, železnica, housing banks) mogu da izdaju obveznice u svoje ime i za svoj račun. U procesu plasiranja ove vladine agencije i korporacije mogu da uživaju prikrivenu državnu podršku. Stoga su obveznice vladinih agencija favorizovane i privilegovane.

Kratkoročne državne obveznice (Treasury bills) izdaje vlada za finansiranje kratkoročnih deficita budžeta usled sezonskih fluktuacija fiskalnih prihoda. Zato se ove obveznice izdaju i prodaju kao kratkoročni instrument sa dospećem od jednog meseca do jedne godine. Zbog sopstvene likvidnosti, kratkog dospeća i državne potpore, kratkoročne državne obveznice se obično smatraju najsigurnijom investicionom alternativom. One obično ne nose kamatu, ali se zato emituju sa diskontom kroz sistem aukcije koje daju mogućnost dilerima da licitiraju.

Konačno, obveznice lokalnih teritorijalno-političkih kolektiviteta, poput državnih obveznica, emituju se s ciljem da se osiguraju sredstva za finansiranje deficita lokalnih budžeta. Zato su i nalik na tzv. klasične državne obveznice.

Nerazvijena finansijska struktura po pravilu ne pogoduje razvoju tržišta kapitala. Ali bi zato fondove za du goročna kapitalna ulaganja mogle obezbediti posebne finansijske institucije, u prvom redu korporacija za finansiranje investicija, koja je svojim fondovima doprinela oživljavanju i privredne aktivnosti i tržišta kapitala u Tajlandu, Tajvanu, J. Koreji i drugim dalekoistočnim zemljama. Fondovi IFC poslužili su kao osnov za otkup deonica privatnih preduzeća. No, tu su i osiguravajuće organizacije, penzioni fondovi i investicione banke koji bi reprezentovali centralne generatore kapitalnih ulaganja i deoničarstva. Snaženje tržišta kapitala i porast učešća finansijskih sredstava u društvenom proizvodu jesu garanti privrednog prosperiteta, što je empirijski verifikovano u Tajlandu, Tajvanu, J. Koreji, Maleziji, Singapuru i Filipinima.

Visoke stope inflacije, nagle promene deviznog kursa, ekstremni rast kamatnih stopa i prednmenzionisani deficiti u ponudi kapitala za preduzeća dovode do specifičnog mentaliteta preduzetnika i menadžera. Do ovih neugodnih ocena je došla i Međunarodna finansijska korporacija, kao preduzeće iz grupacije Svetske banke, koja potpomaže privatni sektor u zemljama u razvoju kroz finansiranje direktnih investicija. U takvim uslovima je izuzetno teško pribaviti novi kapital na tržištu akcija uz paralelna tržišta za kratkoročno finansiranje, što inače danas važi za Brazil, Meksiko, Argentinu, Tursku i Srbiju čije kapitalne investicije po pravilu stradaju. Zato se predlaže pretvaranje dugova u sopstveni preduzetnički kapital (debt-equity-swaps), što se i čini u zemljama Trećeg sveta.

Ono što se čini kod nas predstavlja svojevrsnu imitaciju. Naime, sve novoosnovane interne štedionice u preduzećima preko kojih zaposleni primaju lični dohodak u vidu vrednosnih bonova jesu u stvari neka vrsta preteče akcionarstva. Prodajom vrednosnih bbnova dobijaju se kvalitetna sredstva za tekuće poslovanje i razvoj preduzeća. Ali, i to je još uvek daleko od onoga što se svakodnevno praktikuje u tržišnim privredama, naročito u formi ESOP-a i RRSP-a.

ESOP (Employee Stock Owehership Plan), kao specijalni fond,[1004] koji omogućava da zaposleni postanu suvlasnici preduzeća preko finansiranja kompanija, upravo je "teška potvrda" o ekonomskoj suprematiji "narodnog'" kapitalizma. U tom sklopu, nedavno je i "Business Week" utvrdio da kompanije koje kombinuju ESOP i participaciju u donošenju odluka ostvaruju daleko veći rast u odnosu na ostale firme. Verovatno je zato i Kongres SAD proširio lepezu poreske atraktivnosti ulaganja u ESOP, koji je postao izuzetno atraktivan za banke (pošto samo 50% prihoda na pozajmljeni novac fondu podleže oporezivanju). Kamate na pozajmljena bankarska sredstva fondu su za 1-2% niže od kamate na novac koji banke zajme kompanijama. Uz to, i dividende, koje firme plaćaju imaocima akcija, koje poseduju ESOP, imaju tretman interesa, te se odbijaju od poreske osnovice. A ako se 1/3 nekog preduzeća proda ESOP-i. on;da se legalno "izbegava" plaćanje poreza iz dobiti.

Uzimanje zajmova od ESOP postalo je prava atrakcija, naročito za regionalne banke i osiguravajuće kompanije s ciljem da se kupuju akcije kompanija i ustupaju zaposlenima pod određenim uslovima. Tako je kapitalizam još jednom smislio "caku" kako da sredstva za proizvodnju preda radnicima u ruke i da na taj način poslodavci smanje svoje poreske obaveze, uz uslov da radnik postane akcionar. Rešenje je postalo primamljivo i za preduzeća i za radnike.

Radnicima, koji su bili voljni da otkupe preduzeće (u kome su), a nisu imali sredstva (kapital), priskakao je u pomoć E80R formiranjem posebnog investicionog fondau koji su se kanalisala pozajmljena sredstva destinirana kupovini preduzeća otkupom akcija. Preduzeće garantuje zajmove. Iz tekućeg profita ide isplata uz postepeno otkupljivanje akcija koje postaju vlasništvo radnika u srazmeri sa njegovim doprinosom. Akcije ostaju u fondu sve do penzionisanja

[1004] B. Rees, Financial Analysis, Prentice, Hall, N. York, 1990.

radnika, kao vlasnika akcija; dok dividende služe za kupovinu novih akcija. Akcioni mehanizam pomaže sistem dobro razrađenih poreskih olakšica, koje faktički potpomažu socijalizaciju vlasništva.[1005]

Za razliku od SAD, kanadski RRSP (Registred Retirement Savings Plan) reprezentuje posebnu varijantu fonda za radničko učešće u deobi profita, koju privredni list "The Financial Post" teži da prikaže u vidu nacrtane baštice raznoraznog cveća sa natpisima pored svakog cveta sa kojih se očitava: "državne obveznice", "vremenski depozit", "akcije", "garantovani investicioni kuponi" i "kombinovani fondovi". Kroz sredovečni bračni par, koji odgaja kanadsku baštic-u, odslikava se kanadski model socijalne sigurnosti na principu kombinacija američkog i evropskog iskustva, a koji se sastoji u davanju mogućnosti poreskim obveznicima da deklarišu deo svojih prihoda (i ulaganja) kao štednju za stare dane života, odnosno da stave svoju "ušteđevinu" u tzv. poresko sklonište do odlaska u penziju. Takav mehakizam uzeo je maha, pošto svaki građanii, u zavisnosti od poreske kategorije, dobija automatski pravo da izdvoji godišnju sumu od 3.500-9.500 dolara, kao neoporezivi iznos, pod uslovom da se taj iznos pod oznakom KK8R uloži u kupovinu akcija stranih kompanija i otkui državnih dugova. U ovo ulaze čak i oni koji nemaju para, jer imaju mogućnost da od banke dobiju kredit koji se daje kao polog za KK8R. Banka, od slučaja do slučaja procenjuje kada klijent dolazi do para (kapitala) i kada se približava rok za prijavu poreza i poresku dedukciju. Vlasnik RRSP uloga dužan je da nakon navršene 71. godine realizuje svoju mogućnost na nekoliko načina: (1) da iodigne celokupnu sumu novca i da plati obračunati porez na taj deo novca, (2) da postepeno gasi RRSP ulog u naredne tri godine i (3) da celokupna sredstva prenese na RRIF (Registerd Restirement Income Fund), koji omogućava postepeno trošenje ili manipulisanje sredstava do 90-te godine života osiguranika (jer tada stupa na snagu obaveza plaćanja poreza na zatečena sredstva). Slično važi i za hiljade maloletnika. koji sa 4 godine starosti počinju da deo prihoda od roditelja ulažu kao RRSPi da nakon 35-40 godina starosti postanu "imućni penzioneri". Prema tome, i ESOP i RRSP jesu savremeni dokaz XX veka da kapitalističke države svojim malim odricanjem od poreza čine mnogo više za socijalnu sigurnost građana nego socijalističke države koje garantuju čak i ono što nisu sposobne da osiguraju. Obmane, dakle. traju, dok drugi zarađuju novac.

26. MENADŽMENT ZNANJA

Evropske aktivnosti usmerene na stvaranju bogatstva nisu više ni rad, ni kapital, ni zemlja. Globalni privredni resurs jeste znanje... Vrednost se sada stvara produktivnošću i inovacijom, a i jedno i drago su rezultat primene znanja na rad.

[1005] J. Bertrandon i Ch. Collette, Gestion fiscal et finances de enterpricse, P.U.F., Paris, 1989.

Vodeće biznis grupacije društva znanja jesu "radnici znanja"- izvršni upravljački/korisnici znanja koji znaju kako da planiraju znanje u proizvodne svrhe, upravo onako kako su kapitalisti znali da plasiraju kapital u produktivne svrhe, u stručnjake, u oblasti znanja. Svi ti ljudi znanja poseduju "alatke za proizvodnju" preko radnika znanja koji svoje znanje mogu da ponesu sa sobom gde-god da krenu. Produktivnost rada znanja i radnika znanje jeste izazov 21. veka; jer znanje reflektuje intelektualni, moralni i duhovni razvoj ličnosti, koja je samo znanjem osposobljena da čini.

Ekonomisti hvale ulaganja kapitala, tehnolozi odaju priznanje mašinama. Jedino se produktivnost objašnjava kao rezultat primene znanja na znanje, što ne mogu ni mašine ni kapital. U tom kontekstu, menadžment jeste generički organ društva znanja. Zato je i menadžer onaj ko odgovara za primenu i praktičnu izvođačku stranu znanja. Znanje sada vidimo ko suštinski resurs. I tamo gde ima delotvornog menadžmenta i gde postoji primena znanja na znanje, tu je mnogo lakše da se dođe do onih drugih resursa, bez kojih znanje ne može da "proizvodi". A to što je znanje postalo "pravi" resurs, to je ono što stvara novu društvenu strukturu. " Pomerili smo se od znanja u jednini ka znanjima u množini". Sam prelazak od znanja ka znanjima dao je moć znanju da kreira novo društvo, novu privredu, novu politiku. "Ono što mi danas shvatamo kao znanje jeste informacija delotvorna u delanju, informacija usredsređena na rezultate. Ti rezultati se vide u društvu i privredi, u napredovanju samog znanja". Zbog toga je sve jasnija činjenica da se sve manje i manje zarade izvlače iz tradicionalnih resursa, kao što su zemlja, rad i kapital. Zašto? Zato što su glavni "proizvođači" bogatstva postali informacije i znanje. No, ekonomija zasnovana na znanju ne ponaša se onako kako to postojeće teorije smatraju da se ekonomija ponaša.

U ekonomiji znanja nesavršena konkurencija jeste unutašnje svojstvo same ekonomije znanja: početne prednosti stečene pilmenom i eksploataeijom znanja (krivulja učenja) postaju trajne. Moderni ekonomisti smatraju da je ekonomija određena ili potrošnjom ili investicijama, što u ekonomiji znanja nije od presudnog značaja. U ekonomiji znanja ne postoje dokazi da povećana potrošnja vodi većoj proizvodnji znanja niti da veća ulaganja dovode do veće produkcije znanja. Novo znanje javlja se 1) kao neprestano unapređivanje procesa proizvodnje i usluga, 2) kao eksploatacija, odnosno kao neprestano korišćenje znanja za razvoj novih proizvoda i usluga, i (3) kao inovacija, odnosno način primenjivanja znanja za proizvođenje promena u ekonomiji. Ekonomske karakteristike ovih vrsta znanja (tj. njihovo korišćenje i njihovi efekti) kvalitativno su različite. Znanje se, zapravo, ne može meriti, osim procene "koštanja" da se znanje proizvede, distriburira i alocira. Ali, i dobit od znanja, opet, ne možemo da izmerimo. Sreća je po nas što količina znanja nije od presudnog značaja u odnosu na produktivnost znanja.

Znanje nije jeftin resurs, jer se do njega dolazi putevima "skupoće". Razvijene zemlje, naime, troše blizu jedne petine društvenog proizvoda na proizvod-

nju i distribuciju znanja. Oficijelna edukacija (formalno školovanje) mladih pre nego što uđu u samu kategoriju radne snage, odnosi jednu desetinu društvenog proizvoda. Firme (poslodavci) troše dodatnili 5% društvenog proizvoda za permanentno obrazovanje zaposlenih. Na istraživanja i razvoj (proizvodnja novog znanja) moderne države izdvajaju 3-5% draštvenog proizvoda. Formacija znanja, samim tim, predstavlja najveću investiciju. Ali, pošto nemamo ekonomsku teoriju produktivnosti investicija u znanje, prinuđeni smo da u pomoć pozovemo menadžment, koji je odgovoran za činjenje znanja produktivnim. Tu odgovornost ne može da preuzme na sebe ni vlada (državna) niti tržišne sile (zakoni). Odgovornost može da preuzme jedino menadžment koji, po definiciji, implicira sistematsko, organizovano i odgovorno primenjivanje znanja na znanje. Sama produktivnost znanja zahteva uvećanje prinosa samo od onoga što se zna i što se zna da se zna iz prostog razloga što je jedino produktivnost znanja odlučujući činilac u konkurentskoj poziciji preduzeća, grane, regiona, privrede. Prednost je očigledna tamo gde se poseduje sposobnost da se eksploatiše univerzalno raspoloživo znanje.

Tehnološka revolucija (a, naročito, informatička) tiansfonnisala je način učenja i izmenila ekonomiju obrazovanja, pošto su sve škole postale visoko kapitalno-intenzivne od potpuno radnointenzivnih. Škola je postala informatičko-eduktivna institucija društva, koja se bavi mladima, koji još nisu građani, koji još nisu nosioci odgovornosti, koji još nisu radna snaga. U društvu znanja valja graditi novu tehnologiju učenja da bi se ostvarila univerzalna pismenost. U školi sutrašnjice studenti će sami sebi biti instruktori sa kompjuterskim programima, kao sopstvenim alatkama. Nastavnici će samo motivisati, usmeravati, podsticati. U tom kontekstu, nastavnik bi, zapravo, postao vođa i resurs. Univerzalna pismenost bi značila predmetno znanje plus procesno znanje. To, pak, znači da u društvu znanja mladi treba da uče i da nauče kako da uče i kako da nauče. Jer, u društvu znanja, znanje nije bezlično, kao novac. Znanje ne boravi u knjizi, u banci podataka, u softverskom programu. Znanje sadrži samo infoimacije i uvelc je utelovljeno u ličnost. Znanje nosi ljudska osoba : stvara ga, uvećava ih unapređuje ljudska ličnost; primenjuje ga ličnost; predaje ga ličnost: koristi ga ličnost. Obrazovana ličnost je amblem i simbol društva znanja. Obrazovana ličnost sutrašnjice jeste stručno pripremljena ličnost za život u globalnom svetu. To je građanin globalnog sveta rada znanja, koji je spreman da radi u dve kulture:

1) u kulturi "intelektualaca", koja se usredsređuje na misli i znanje, i
2) u kulturi "menadžera", koja se usredsređuje na ljude i rad.

"Intelektualci vide organizaciju kao alatku; ona im omogućava da praktikuju svoje techne, vlasništvo.specijalizovano znanje. Menadzeri vide znanje kao sredstvo koje služi svrsi i cilju praktičnog funkcionisanja organizacije... Svakako su jedni drugima potrebni: naučnom istraživaču treba menadžer istraživanja isto kolilco je i menadžeru istraživanja potreban naučnoistraživački radnik... Intelektuaini svet ukoliko nije uravnotežen tegom na tasu menadžera, postaje svet u kome svako "radi svoje", ali niko ništa ne postiže. Menadžerov svet

ako mu ravnotežu ne čini intelektualac, prelazi u sakatu birokratiju "čoveka organizacije". Ali, ako su dve strane u ravnoteži, tada može da bude kreativnosti i reda, ispunjavanja svrhe i svrsishodne misije."

U privredama u tranziciji i znanje postaje roba. To je skoro naučena lekcija iz štiva razvijenih tržišnih ekonomija OECD i EU, kod kojih je došlo do krupnih promena na tržištu znanja i tržištu intelektualnih usluga. Moderne privrede traže nova znanja, naročito iz oblasti menadžmenta, marketinga. Preduzetništva, bankarske industrije, preduzetničkih finansija, finansijsldh tržišta, berzi, itd. Permamentno raste tražnja za znanjima iz domena eko-menadžmenta, menadžmenta u obrazovanju, menadžmenta javnog sektora, upravljanja poslovima u javnoj admmistraciji, upravljanja porezima, budžetskog inžinjeringa, upravljanja infrastrukturnim finansijama, projekmog i portfolio menadžmenta, strateškog menadžmenta, menadžmenta finansijskog biznisa, upravljanja korporativnim finansijama i t. sl. Tražnja za budućim ekonomistima sa novim znanjima determinisana je (1) narastanjem broja novih fiimi i privatizovanih preduzeća, (2) javljanjem novih institucija tržišne privrede, kao što su institucionalni investitori, finansijska tržišta, berze i brokerske i dilerske kuće, revizorske kuće, rejting organizacije, konsalting centri, agencije za marketing i finansijski inžinjering, poreski konsalting, institucije za kontrolu kvaliteta i standardizaciju, informatički centri i centri za obuku kadrova. Biznis postaje gotovo isključiva orjentacija mladih umesto dosadašnje "borbe za zapošljavanje".

Inovativno i specijalističko (pored redovnih i poslediplomskih studija) edukovanje postaje vrlo unosan posao, a konkurencija na tržištu svakodnevno raste na relaciji biznis-preduzetništvo-menadžment. Zato je i moto edukacije vrlo važna stvar, pošto glasi:" Ko ne studira ekonomiju sa ciljem da stekne znanje kako se zarađuje novac, ovde se gubi vreme" u svom lutanju za životom. Sticanje modernog i kvalitetnog znanja postaje stvar prestiža za postizanje poslovne karijere iz koje posredno proističe novac, kao motivacija u novom tržišnorn ambijentu.

Stoga, uloga obrazovanja u biznisu permamentno raste, jer je znanje "najjači" resurs edukovanog biznismena, koji je pouzdan profesionalni partner. To podrazumeva i poslovno napredovanje u kaRijeri, koja već implicira permanentno učenje i ulaganje u sebe. Obrazovanje i biznis su, prema tome, novi "partneri" u napretku, u kome je biznismen, preduzetnički menadžer (a) savladao veštine govorenja, pregovaranja, poslovnog komuniciranja, biznis korespondentnosti i poslovnog bontona, (b) stekao znanje iz filozofije uspeha, poslovne etike, poslovne logistike, ličnog marketinga i personalnih finansija, i "poslovnog" upravljanja "samim sobom", i (c) spoznao mogućnosti prevođenja makroekonomskih modela na nivou menadžerskih informacija, na upravljanja preduzetničkom idejom i na nivo biznis plana. U tom kontekstu, rezultati "posla" mere se postignutom zaradom na osnovu efikasno završenog posla. I zato se ceni samo uspeh; jer ništa lepše ne uspeva od uspeha.

Moderno edukovan biznismen, preduzetnik, menadžer po pravilu respektuje megatrendove razvoja, što implicira prelaz: (1) od kratkoročnog ka dugoročnom horizonm biznisa sa naglašavanjem značaja strateške vizije razvoja, (2) od industrijskog ka informatičkom društvu, (3) od nacionalne ka svetskoj privredi (integracija biznisa, globalizacija proizvodnje i tržišta, i kooperacija istraživačko-razvojnih aktivnosti), (4) od centralizacije ka decentralizaciji (sinergetski efekat inicijativnosti delova), (5) od forsirane i "dekorativne" tehnologije ka prožimajućoj i prihvaćenoj tehnologiji (u biznisu, profesiji, radu i životu), (6) od hijerarhije ka mrežama (efikasan protok informacija, brzo komuniciranje i razvoj ravnopravnosti i saradnje umesto subordinacije i konkurencije) i decentralizaciji edukacije i ekonomije znanja.

Znanja i savladavanje veština su u funkciji razumevanja ekonomije po konceptu: "Ekonomija se ne može objasniti ekonomijom". Princip praktičnosti inkorporira znanja koja razvijaju sposobnost za brzo uočavanje problema i efikasno rešavanje praktičnih pitanja po logici: "Teorija je najbolja praksa". Princip individualizma reprezentuje razvijanje sposobnosti studenta da upravlja svojom slobodom i sposobnosti da preuzima odgovomost za sebe. Princip tržišnosti nominuje proces povećanja stepena slobode izbora studenata u pogledu predmeta, profesora, naučne oblasti i profesionalne aktivnosti. Princip implementacije inkorporira sticanje znanja kroz upoznavanje prakse. Ovi edukativni principi podrazumevaju operativna pravila i sistern vrednosti u vidu (a) inovativnosti i preduzimljivosti, (b) moralnosti, (c) profesionalnosti, (d) pobedničkog mentaliteta i (c) orijentisanosti na porodicu. Inovativnost i preduzimljivost reflektuje naglasak na kreaciji i novim rešenjima, razbijanje tiranije status qwo-a, ingenioznost i radoznalost, postizanje uspešne poslovne karijere, nemirenje sa uobičajenim i svakodnemim, i želja da se dobro živi. Moralnost, pak, odnosi se na držanje redi, na poslovnu perfektivnost, na respektovanje partnera i na eliminisanje egoizma. Profesionalnost stavlja naglasak na stručnost, kompetetivnost, znanje i zakonitosti profesije. Pobednicki mentalitet reflektuje veru u uspeh, veru u sebe, veru u istrajnost, veru u konkurentnost, veru u upornost. Konačno, orijentisanost na porodicu jeste refleksija modernog biznisa shvatanja da je porodica fundamentalni element uspeha u životu i karijeri.

Zbog toga je u modemim edukativmm mehanizmima izuzetno važno da se shvati daje student "potrošač" univerzitetskog (fakultetskog) proizvoda-"znanja", "eksplotator" "zaliha znanja" (teorijskili i praktičnih), "kupac" inovacija i kreacija, "upijač" (terorijskih i praktičnih), "kupac" inovacija i kreacija, "upijač" predavanja i praktikuma, "ocenjivač" proizvođača znanja (nastavnika i saradnika). Stoga je centralni zadatak vrhunske edukacije da se studenti osposobe za kreaciju, za preduzimijivost, za konkurentnost, za inovativnost, za marketinšku prezentaciju kvaliteta znanja, za tržišnu alokaciju znanja, za novu filozofiju uspeha.

Privatizacija pojedinih segmenta visokog obrazovanja i određenih visokoškolskih ustanova je neminovnost. Isti je slučaj i sa prodorom stranog kapitala i sa

izvozom znanja. U osnovi, radi se o tome da se obrazovanje pretvori u kapital i da se konačno reši problem vlasništva tog kapitala. Jer, javno i privatno obrazovanje nisu više antipodi. Oni su, zapravo, edukativni segmenti u međusobnoj interakciji, komplementarni i konvergentni. Važnije je možda obrazovati mlade u "koprodukciji" za one sektore koji zahtevaju više sposobnosti, više znanja i više kapitala inteligencije. Tako bi promene strukture obrazovanja uticale na promene strukture radne snage.

Ljudi preraspodeljuju svoje vreme i korist obrazovnih usluga koje "kupuju" kada reaguju na promene u očekivanim dohocima i zadovoljstvima koje očekuju u vidu dobitka od sopstvenog obrazovanja. Ljudi preraspodeljuju svoje vreme u korist budućih sposobnosti koje imaju vrednost. Kriva ponude sposobnosti raste paralelno sa porastom vrednosti sposobnosti da se preraspodeljuju resursi. U procesu modernizacije rasta krivulja tražnje za ekonomskim vrednostima sposobnosti, koja se efektuira u povećanju opšte proizvodnosti, kao društvenog dobra, i poboljšanja alokacije za životom, kao privatnog dobra, derivatnih iz društvenih efekata javnili dobara, koji se redistriburiraju i alociraju upotrebom dodatnog ljudskog kapitala i rastućeg kvaliteta stanovništva. Zato se smatra da školovanje nije samo potrošna aktivnost u smislu isključivog postizanja zadovoljstva i korisnosti već da se troškovi obrazovanja svesno snose da bi se stekao proizvodni kapital utelovljen u ljudskim bićima, koji obezbeđuje buduće usluge, koje se sastoje od budućih zarada, budućih zanimanja i budućih zadovoljstava, budućih investicija u humani kapital.

27. KNOW-HOW

Know-how se svrstava u prava industrijske svojine. U engleskom jeziku znači: znati kako nešto uraditi', a u nas se ovaj izraz uopšteno tumači kao: znanje i iskustvo. Nastao je u američkoj poslovnoj praksi, a danas je opšte prihvaćen i odomaćen u skoro svim zemljama sveta za obeležavanje naznačenog predmeta industrijske svojine. Know-how spada u prava industrijske svojine jer se radi o nematerijalnom dobru, tvorevini ljudskog duha koja je privredno primenljiva, što je karakteristika i drugih prava industrijske svojine. Know-how je i materijalna vrednost, duhovno dobro, sadržano u ljudskom intelektu. Iz intelektualne prprode know-how-a proističu neki zajključci. Prvo, da bi se know-how mogao primenjivati u praksi ili preneti na drugo lice potrebno je da se materijalizuje u nekoj fizičkoj stvari, da se objektivizira, tj. da se izdvoji iz svesti pojedinca i učini dostupnim drugim licima. Drugo, know-how ne podleže fizičkim zakonima, odnosno za njega ne važe prostorno-vremenska ograničenja materijalnog sveta. Nije podložan vremenskom propadanju i nalazi se svuda gde se nalaze ljudi koji za njega znaju, odn. svuda gde se nalaze njegove telesne materijalizacije. Treće,

stvarna kontrola nad njim je zavisna od kontrole nad fizičkom stvari za koju je know-how vezan.

Privredno društvo ili drugo pravno lice može pribavljati od stranog lica, odnosno ustupiti stranom licu pravo indusrijske svojine znanja i iskustva putem prenosa. To praktično znači da je Know-how isključivo ono znanje i iskustvo koje može biti predmet privredno-pravnog prometa, odnosno koje može ugovornim putem biti preneto sa jednog lica na drugo. S obzprom da je Know-how i materijalno dobro mogućnost da know-how bude predmet privredno-pravnog prometa zavisi od toga da li know-how može biti i da li je materijalizovan. Ukoliko takva mogućnost postoji, prenos know-how-a se u zavisnosti od prprode sredstava materijalizacije može vršiti predajom tehničke dokumentacije i drugih tehničkih sredstava ili pružanjem tehničke pomoći. Primera radi, tehničku dokumentaciju predstavljaju: crteži, planovi, skice, tehnička dosijea, opisi, liste materijala, te priručnici za proizvodne i procesne tehnike itd. Za sticaoca know-how-a, osim liste tehničke dokumentacije sadrži i klauzulu o kompletnosti isporučene tehničke dokumentacije. Ova klauzula je ugovorna odredba kojom se prenosilac obavezuje da isporuči u celini dokumentaciju čije posedovanje od strane sticaoca je neophodno da bi on ovladao know-how-om koji je predmet ugovora. Druga tehnička sredstva su fizički predmeti koji služe za primenu know-how-a, a koje može da izradi samo ono lice koje poseduje know-how-u. Takvi predmeti su: uzorci, modeli, kalupi, alati, mere, prototipovi, matrice itd. Otuda u savremenom poslovanju ugovor know-how predstavlja najčešći i najvažniji ugovor o transferu tehnologije.

Međutim, u novije vreme se sadržaj know-how-a shvata još šire, tj. odnosi se pored tehničkog i na sva poslovna znanja i iskustva, koja su potrebna ne samo za sam proizvodni proces, već i za celokupno poslovanje, npr. Za organizaciju i programiranje poslovanja, za područje finansija, za metode kalkulacije, za propagandne metode, za ispitivanje tržišta, za obuku tehničkih, komercijalnih i finansijskih kadrova i sl. Dalje, "ova know-how se može sastojati od studija i mišljenja koja se tiču korišćenja žiga i trgovačkog imena, etiketiranja i pakovanja ... unapređenja prodaje, programiranja prodaje ... prodajne mreže, servisa posle prodaje, liste kupaca i snabdevača, skladištenja, transporta, knjigovodstva, metoda plaćanja, spoljnotrgovinskog poslovanja i sl. Verona, Albert: "Ugovor o ustupanju tehničkog znanja (know-how-u).

Od svih spornih pitanja koja se pojavljuju u vezi sa sadržajem Know-how-a, najspornije je ono koje se odnosi na to da li je know-how isključivo thenički ili može biti komercijalni i finansijski. Polazeći od privredne funkcije know-how-a smatramo da je šire shvatanje Know-how-a ispravnije. Naime, sasvim je razumljivo da je za uspeh u konkurentskoj borbi često potrebno više od tehničkih i tehnoloških znanja.

Bitna svojstva know-how-a su: tajnost; prenosivost u privredno-pravnom prometu; privredna upotrebljivost. Mišljenja smo da je tajnost bitna i uopšte suštinski važna osobina know-how-a i to iz dva osnovna razloga koji se odnose na: ekonomsku vrednost know-how-a i pravnu zaštitu know-how-a. Know-how će

predstavljati značajnu ekonomsku vrednost samo ako je tajan. Znanje i iskustvo omogućavaju onom privredno-pravnom subjektu koji ga poseduje bolje rezultate u obavljanju privredne delatnosti i brži i efikasniji razvoj u odnosu na konkurente koji ga ne poseduju što znači da tajni know-how ima za onoga koji njime raspolaže posebnu konkurentsku vrednost na tržištu. Imalac know-how-a uživa faktički monopol na tržištu. Odricanje Know-how-a u tajnosti kao bitnog svojstva učinilo bi besmislenim ugovaranje obaveze plaćanja naknade za prenos znanja i iskustva i korišćenje istog jer ne bi bilo logično ni potrebno plaćati što je svakom zainteresovanom licu lako pristupačno.

Na ovu ugovornu obavezu čuvanje poslovne tajne direktno upućuju i mnoga strana zakonodavstva i međunarodni poslovni običaji. Na sličan način je postupljeno i u Zakonu o obligacionim odnosima, kada se radi o nepatentiranom pronalasku ili tajnom tehničkom znanju i iskustvu. I pored ove bitne ugovorne obaveze u pogledu čuvanja poslovne tajne, ugovorom treba konkretnije odrediti elemente ove poslovne tajne. U poslovnoj praksi se kod ovog ugovora može konstituisati i ugovorna obaveza čuvanja posloven tajne i za prenosioca znanja i iskustva, a ne samo za primaoca. Ekonomska prednost koju stiče sticalac znanja i iskustva, kao konkurenska prednost u odnosu na druge, može biti ozbiljno ugrožena ako ne postoji obaveza čuvanja poslovne tajne i za prenosioca znanja i iskustva. Obaveza čuvanja poslovne tajne za sticaoca znanja i iskustva može biti vremenski ograničena i neograničena.

Ova obaveza se često odnosi na period po proteku ugovora o know-how. Drugi bitan element know-how je njegova prenosivost, tj. Sposobnost da se znanja i iskustva koja ga čine prenose sa imaoca na drugog korisnika. Ovaj prenos vrši se najčešće ugovorom o licenci, samostalno ili zajedno sa nekim zaštićenim pravom industrijske svojine (patent, uzorak, model, žig). Kod prenosa know-how putem ugovora ispoljava se takođe poseban značaj njegovog elementa tajnosti, jer "kad je predmet licence nepatentirani pronalazak ili tajno tehničko znanje i iskustvo, sticalac licence dužan je da ga čuva u tajnosti'\

Pored ovih elemenata, u pravnoj teoriji, sudskoj i poslovnoj praksi se katkad dodaju i elementi tehničke prprode know-how i novosti. Ipak, u pogledu oba elementa postoje različita mišljenja. Tako, u pogledu prprode znanja i iskustva iz know-how jedni autori smatraju da to moraju biti "tehnička znanja i iskustva", primenljiva u industrijskoj ili drugoj proizvodnji. Za ovakvo rešenje opredelio se i naš zakon. S druge strane, ima i autora, doduše u manjini, koji govore ne samo o tzv. Tehničkom know-how-u, već i o poslovnom i trgovačkom (ili komercijalnom) know-how-u, koji obuhvata znanja i iskustva iz oblasti organizacije finansijskog i komercijalnog poslovanja, ispitivanja i obrade tržišta, metoda programiranja i vođenja poslovne politike jednog privrednog subjekta.

Treći elemenat odnosi se na privrednu upotrebljenost. Otuda znanje i iskustvo koji se prenose ovim ugovorom moraju biti novi i moraju imati svoju privrednu upotrebljivost. Uvek se pretpostavlja da se upravo radi o takvom znanju

i iskustvu na osnovu kog sticalac ima interes da upotrebljava ova znanja i iskustva, jer u suprotnom ne bi zaključio ovaj ugovor. Postoje shvatanja koja se izgleda u sve većoj meri mogu prihvatiti, da je kod ovog ugovora bitno da se stiče pravo upotrebe tuđeg znanja i iskustva, a da je sve manje značajno da se radi o nekim potpuno novim znanjima ili da se radi o nekoj opštoj i generalnoj privrednoj upotrebljivosti tuđeg znanja i iskustva. Nije takođe bitno da se radi o zaštićenom pronalasku. Prenos zaštićenih pronalazaka, tj. Patenata ostvaruje se ugovorima o licenci, dok se ugovorom o know-how-u, uz puno puštovanje poslovne tajne, najčešće prenose znanja i iskustva, koja nisu patentirana.

Postoje različiti kriterijumi na osnovu kojih se mogu utvrditi pojedine vrste ugovora u know-how-u. Ugovorom o know-how se ne mora preneti isključivo pravo korišćenja tuđeg znanja i iskustva. Prenosilac prava i iskustva može za sebe zadržati pravo daljeg korišćenja svog znanja i iskustva, kao i pravo daljeg prenosa na druge subjekte svog znanja i iskustva. Smatramo da primalac tuđeg znanja i iskustva, ako je stekao isključivo pravo korišćenja tuđeg znanja i iskustva, mora ta znanja i iskustva da privredno iskorišćava jer je to u interesu privrede jedne zemlje u celini.

Po drugom kriterijumu treba razlikovati tzv. čisti i kombinovani ugovor know-how-u. Kod čistog ugovora o know-how-u objekt ovog ugovora je samo know-how-u, a kod kombinovanih ugovora o know-how-u, mogu postojati i druge značajne ugovorne obaveze.

Pravila koja važe za patente i ugovore o licenci patenta često se analogijom primenjuju i na know-how i ugovore o know-how-u. Ipak, najznačajnija povezanost ova dva instituta proizilazi iz činjenica da su izuzetno retke tzv. čiste licence patenta, već po pravilu licencu patenta pravi licenca know-how (tzv. kombinovana ili mešovita licenca). Za razliku od ovog, čista licenca know-how nije retkost.

Pravna zaštita know-how-a može biti ugovorna i vanugovorna. Ugovorna zaštita se zasniva na ugovoru između prenosioca i sticaoca know-how-a bez obzira da li se radi striktno o ugovoru o know-how ili se radi o nekom "širem" ugovoru (ugovoru o inžinjeringu, isporuci opreme, zajedničkom ulaganju itd.) i ostvaruje se kroz ugovornu odredbu kojom se reguliše obaveza čuvanja tajne. Ugovorna zaštita se ostvaruje i na osnovu ugovora koji nemaju za cilj prenos know-how-a već isključivo očuvanje tajnosti know-how-a. Prvi ugovor te vrste je ugovor o čuvanju tajne, koji na početku pregovora zaključuju potencijalni prenosilac know-how-a s jedne i preduzeće potencijalnog sticaoca know-how-a ili stručna lica u preduzeću potencijalnog sticaoca s druge strane. Drugi ugovor te vrste je ugovor (ili klauzula u okviru ugovora o radnom angažovanju) koji imalac know-how-a zaključuje s licem koje kod njega obavlja rad, a u pogledu podataka i informacija koje to lice u toku rada sazna ili razvije, a koje imaju karakteristike know-how-a.

Kako ugovor deluje samo između lica koja su ga zaključila to ugovorna zaštita ne pokriva nelojalne radnje učinjene od strane trećih lica. Zbog toga se pojavljuje potreba za vanugovornom zaštitom koja se ostvaruje na osnovu propisa o suzbijanju nelojalne konkurencije i o pravno neosnovanom obogaćenju.

6. DEO

FISKALNI MENADŽMENT I STRATEGIJA OPOREZIVANJA BIZNISA

Država bez deficita ili premalo radi za svoju budućnost ili suviše zahteva od svoje sadašnjosti.
Lorenz von Stein

Kao što njiva, mada plodna, ne može rađati bez obrade, tako ni duh ne može stvarati bez učenja.
Cicero

Činovnici i lopovi, vojnici i baletni plesači, školski učitelji i policajci, grčki muzeji i gotičke kule, civilne liste i rang liste - sve te neobične tvorevine, kao iz bajke, sadržane su u jedinstvenom semenu - u porezima.
Marks

Kao što nije moguće voleti i biti mudar, isto tako je nemoguće nekoga oporezovati, a da bude zadovoljan
Buke

GLAVA PRVA

UPRAVLJANJE POREZIMA I FISKALNI EFEKTI

1. FISKALNI EFEKTI NA USLOVE PRIVREĐIVANJA, KONKURENCIJU I JEDINSTVENO TRŽIŠTE

U sklopu fiskalne strategije savremene finansijske doktrine fiskaliteti deluju i kratkoročno i dugoročno, i na mikro i na makro nivou. Fiskalitetima se stimuliše štednja, radni produktivitet, privredna konjunktura, ekonomski rast, koriguje inegalitet u primarnoj raspodeli i tržišnoj alokaciji resursa. Fiskalne beneficije i olakšice, diskriminatorno oporezivanje i nadoporezivanje postali su inkorporisani manipulativni faktori u interventnom mehanizmu moderne države. Transfernim i investicionim budžetskim rashodima podržavaju se razvojne intencije pojedinih segmenata društvene reprodukcije, nivelišu uslovi privređivanja i ujednačavaju startne pozicije ekonomskih subjekata u dohodovnim odnosima sa izvedenim efektima na planu "zdrave" konkurencije robe i usluga na internom i eksternom tržištu, sticanja dohotka i programiranog rasta.

Za savremeni svet, fiskalni efekti u funkciji nivelacije uslova privređivanja, izjednačavanja startnih pozicija u sistemu dohodovanja, podržavanja uslova zdrave konkurencije i očuvanja jedinstvenog tržišta su od osobitog značaja za teoretičare, praktičare i kreatore operativne poreske politike. Naime, u savremenoj ekonomskoj praksi različiti uslovi privređivanja i dohodovanja produkuju različite osnove sticanja dohotka i različite kvantume stvorenog i raspodeljenog dohotka sa negativnim implikacijama na tržišnu konkurenciju i jedinstveno tržište. Sektorski dispariteti i distorzije su evidentni u korist grana, grupacija i privrednih jedinica koji stiču ekstra dohodak (po osnovu monopola, rente, cena i sl.). Drugi, pak, sektori, koji su defovorizovani u tržišnoj konkurenciji, koji ne eksploatišu posebne rente, monopole i dr. pogodnosti i koji trpe talase inflatoriih udara, u pravilu ostvaruju ispodprosečni dohodak. U takvim uslovima privređivanja i dohodovanja, poreska politika sa različitim fiskalnim zahvatanjem eliminiše inegalitete i niveliše startne pozicije grana, grupacija, sektora i privrednih jedinica u ekonomskom delanju.

U finansijskoj literaturi poznata su dva modela oporezivanja u funkciji ujednačavanja uslova privređivanja, očuvanja integriteta dohodovnih odnosa, osiguranja zdrave ekonomske konkurencije i zaštite jedinstvenog tržišta: eh ante model oporezivanja ili priori metod fiskalnog zahvatanja (odnosno anticipativno oporezivanje) i ex post model oporezivanja ili a posteriori metod fiskalnog zahvatanja (odnosno dekurzivno oporezivanje). U suštini eh ante model oporezi-

vanja reprezentuje metod fiskalnog zahvatanja poslovnih fondova unapred (anticipativno) i nezavisno od ostvarenog dohotka.

Oštrijim fiskalnim zahvatanjem (po osnovu uvećanih poreskih stopa i reduciranih poreskih beneficija) blokiraju se potencijalne mogućnosti eksploatacije pogodnosti i prednosti u sistemu privređivanja, koje se manifestuju kroz realizaciju ekstra dobiti. Progresivnim poreskim zahvatanjem "oduzima" se stečeni ekstra dohodak, koji se posredstvom ekonomskih transfera u pravilu redistribuira u korist defavorizovanih segmenata društvene reprodukcije. Time se, u osnovi, ublažavaju posledice ekonomske neujednačenosti u smislu egalizacije startnih pozicija u uslovima privređivanja.

Za razliku od ovog modela oporezivanja, ex post model oporezivanja očituje se u fiskalnom zahvatanju ostvarenog dohotka na kraju poslovne godine. Stoga je ovaj model oporezivanja efikasniji u eliminisanju ekonomskih inegaliteta. Progresivnim fiskalnim zahvatanjem redukuje se raspoloživi dohodak privredne organizacije, koji je rezultat eksternih faktora. Međutim, progresivno oporezivanje ostvarenog dohotka u praksi je, po pravilu, destimulativno, budući da en bloc pogađa poreske obveznike. Valja, stoga, imati u vidu, prilikom odmeravanja poreske presije, da celokupan dohodak nije samo rezultat eksternih činilaca već i delanja radnog kolektiva (tehničko-tehnološke inovacije, produktivnost rada, kadrovi, organizacija, radno zalaganje, uštede, racionalizatorstvo i dr.). Usled toga, u praksi se potvrđuje efikasnost i prednost kombinovanog modela oporezivanja sa progresivnim i proporcionalnim fiskalnim stopama. Naime, distinkcija programiranog (prosečnog) dohotka od ekstra dohotka u ukupno ostvarenom dohotku označava manevarski prostor za primenu progresivnog i proporcionalnog modela fiskalnog zahvatanja. Progresivnim zahvatanjem ekstra dohotka i proporcionalnim zahvatanjem programiranog dohotka u kombinaciji realizuju se simultano dve pogodnosti: prvo, proporcionalnim oporezivanjem stimuliše se radni kolektiv u pravcu stvaranja većeg programiranog (prosečnog) dohotka i drugo, progresivnim oporezivanjem ekstra dohotka sprečava se derogiranje uslova privređivanja i raspodele prema radu (jer se zahvata deo dohotka koji nije rezultat rada). Međutim, u praksi se realizuje i deo ekstra dohotka koji nije uvek rezultat delovanja eksternih faktora već efektuiranja iznad prosečne produktivnosti rada, nove tehnologije, inovatorstva, racionalizatorstva, rada u trećoj smeni, kadrovske opremljenosti i nove organizacije rada. Imperativno je, stoga, deo ekstra dohotka (obično između 1/6 i 1/5) izuzeti od progresivnog oporezivanja i staviti ga na raspolaganje radnom kolektivu za stimulativno nagrađivanje izuzetnog radnog zalaganja ili za proširenje materijalne osnove rada. No, pogrešno je celokupan ekstra dohodak izuzimati od poreskog udara, kakav je slučaj danas u nas pri oporezivanju sektora preduzeća.

Ekstra dobit, nadalje, može biti rezultat određene politike cena. U tom svetlu, porez na promet može da zahvati deo akumulacije koja je uslovljena visokim cenama i na taj način da izvrši transfer neekonomskog sticanja akumulacije u

korist budžeta iz koga mogu da se regrutuju transferi u korist defavorizovanih ekonomskih segmenata društvene reprodukcije. Porez na promet, u tom kontekstu, može da deluje preventivno i da svojim stopama parališe nastojanje ekstra dobiti.

No, kada se ekstra dobit već ostvari (usled uticaja tržišta uz kombinaciju neekonomskih faktora u neravnopravnom ekonomskom položaju) instrument poreza na promet treba kombinovati sa porezom na dobit (proporcionalan porez na dohodak i dopunska progresivna stopa - "surtax").

Politika stopa treba da bude osnovna poluga preko koje se pušta u dejstvo mehanizam poreza na promet radi uticaja na izjednačavanje uslova privređivanja. Porezom na promet može se zahvatnti ekstra dobit onih proizvoda kod kojih je ona sadržana u ceni dotičnog proizvoda koji se prodaje, odnosno traži. Tako ujednačavanje teži ostvarenju ravnomerne raspodele fiskalnog tereta. Fiskalnom intervencijom se može ostvariti nova raspodela fiskalnog tereta ili ublažiti postojeća raspodela, što ima za cilj izjednačavanje dohotka građana. U tom slučaju dolazi do primene tzv. teorije filtra, koja ima odlučujuću ulogu u preraspodeli. Ovim putem vrši se redukovanje nivoa ličnih dohodaka putem povećanja stopa fiskaliteta i sniženja stopa slabijim dohocima. Filterom se crpe viškovi dohotka oštrijim fiskalnim zahvatanjem i preraspodeljuju u korist defavorizovanih dohodaka posredstvom socijalnih transfera.

Razumljivo je da su fiskaliteti doprineli razgrađivanju jedinstvenog jugoslovenskog tržišta. U eksternoj konsekvenciji, neharmonizovana fiskalna struktura i neunificirani fiskalni parametri poreza i doprinosa iz dohotka, poreza i doprinosa iz ličnog dohotka, i posebnog poreza na promet doveli su do funkcionisanja različitih fiskalnih sistema sa negativnim posledicama na planu uslova privređivanja, dohodovnih odnosa i tržišne konkurentnosti. Dispariteti u strukturi i elementima poreza i doprinosa, po pravilu, negativno se ispoljavaju kroz nejednak pritisak na cene, distorzije uslova konkurencnje, neekvivalentne ekonomske odnose na tržištu i regionalno prevaljivanje fiskalnih tereta. Regionalno neadaptivna politika poreza i doprinosa, po pravilu, inauguriše poznati fenomen prevaljivanja "fiskalnog snopa", s obzirom da teret poreza i doprinosa uvek ne ostaje konačno na ekonomskim subjektima i područjima gde je inicijalno raspoređen, već se kroz međuregionalne ekonomske tokove i mehanizam cena vrši njegova kontinuelna difuzija. Pre njegovog krajnjeg "smirenja" dolazi do regnonalnog "izvoza" ili "uvoza" poreza i doprinosa, pri čemu se glavne transmisije prevaljivanja ostvaruju kanalima inter-regionalne razmene robe i usluga. Pomeranje tačke lokacije poreza i doprinosa ("smirenje" fiskalnog tereta) i tzv. incidenca u sklopu prevaljivanja fiskalnih tereta, dakle, indukuje nejednake uslove privređivanja, distorzije u uslovima konkurencije, zatvaranja parcijalnih tržišta, dispariteta u sticanju dohotka itd. Na tržištu sa stalno nepokrivenom tražnjom efekti poreza i doprinosa, koji pogađaju privredu, relativno brzo se, procesom prevaljivanja prenose na cene, smanjujući reproduktivnu i akumulativnu sposobnost udruženog

rada i reprezentujući ozbiljnu pretnju ravnomernoj cirkulaciji robe i usluta po pojedinim regionalnim tržištima u jedinstvenom jugoslovenskom prostoru. Potrebno je, stoga, eliminisati protektivne i diskriminatorske fiskalne efekte koji remete uslove privređivanja, dohodovanja i konkurencije (radi podsticaja slobodne cirkulacije robe i usluga i mobiliteta faktora proizvodnje na jedinstvenom tržištu) unificiranjem fiskalnih parametara, harmonizovanjem fiskalne strukture, koordinacijom fiskalnih odluka i sinhronizacijom fiskalnih akcija.

2. FISKALNI EFEKTI NA CENE

Porezi, po pravilu, utiču na relativne cene i na relatnvne troškove, favorizujući potrošnju na štetu štediša povećanjem troškova budućeg dohotka i ne favorizujući dokolicu na štetu rada. Porez na dohodak fizičkih lica prevaljuje se na štednju i na budući dohodak koji "stvara" racionalno alocirana štrednja po proizvodnim punktovima. Progresivno oporezivanje ličnih dohodaka i zarada, prema tome, reflektuje fiskalnu penalizaciju štednje. Porez na dobit preduzeća, isto tako, pogađa individualnu privatnu štednju: jedan put kada se štednja ukaže u kupovinu akcija preduzeća, koje odbacuje neredistribuirani profit na koje se plaća porez iz dobiti korporacija i drugi put kada preduzeće "isplaćuje" dividende individualnim akcionarima na koju se plaća porez. Porez na višak vrednosti u kapitalu - tržišta kapitalizacija rasta budućeg dohotka od aktive - reprezentuje, takođe, dodatni porez na tokove dohotka koji je "više puta" oporezovan.[1006] Konačno, porez na transfer imovine je po prirodi isti kao i porez na "gains en capital" što se tiče efekata na troškove budućeg dohotka u odnosu na potrošnju.

U tom kontekstu, ekonomika ponude stavlja akcenat na redukciju državne (javne) neekonomske alokacije produktivnih kapaciteta uzrokovane javnim rashodima i dispariteta relativnih cena uzrokovanih porezima, s jedne strane, i na preduzimanje mera za efikasno funkcionisanje tržišta koje omogućava privredi da na dugi rok realizuje ritam ekspanzije proizvodnih kapaciteta uz pomoć redukcije poreza, koja, preko primarnog efekta na nivo relativnih cena, doprinosi povećanju ponude kapitala i rada, štednje i investicija, i proizvodnje bez rasta inflacione presije. U uslovima snažnog fiskalnog podržavanja štednje, formiranja bruto fiksnog kapitala i zaposlenosti (rada) u funkciji povećanja proizvodnje, razbijaju se inflaciona jezgra, anuliraju se inflacioni efekti na realne marginalne stope oporezivanja i elimninišu se dekuražirajući efekti inflacionih poreza na štednju i rad. Fiskalna politika inspirisana ekonomikom ponude, pored toga, doprinosi ameliorisanju odnosa kapital/ rad, povećanju produktivnosti rada i porastu tražnje radne snage. A sa odbacivanjem relacija deriviranih iz Filipsovih krivih (tj. odnosa između inflacije i nezaposlenosti) i tradicionalnih veza između budžetskog deficita i mo-

[1006] A.Barrere, Ekonomie finanviere, tom I, Institutions finansieres, Tom I, Dalloy, Paris, 1972.

netarne ekspanzije u uslovima čvrste kontrole novčane mase i finansiranja deficita povećanim resursima štednje eliminišu se i potencijalne inflacione pukotine, jer se sa obaranjem relativnih troškova štednje i budućeg dohotka politikom smanjenja poreza u sadašnjosti doprinosi povećanju fiskalnih prihoda u budućnosti (po osnovu rasta dohotka) i anuliranju budžetskih deficita ("sami od sebe").

Porez na dohodak modifikujući relativne cene, utiče na ekonomske izbore između sadašnje i buduće potrošnje i između rada i dokolice.[1007] Porez na dohodak od rada smanjuje stopu neto nadnica i unosi distorzije u individualnim izborima između aktivnosti podvrgnutih oporezivanju (rad) i aktivnosti fiskalno oslobođenih (dokolica). Smanjenje stope nadnica posle poreza inducira defavorizujući efekat supstatucije i favorizujući dohodni efekat, odnosno smanjenje poreza na dohodak povećava stopu neto načina sa favorizujućim supstitucionim efektom i defavorizujućim dohodnim efektom. Većina teoretičara ekonomike ponude, u tom kontekstu, smatraju da aktuelni režim poreza na dohodak smanjuje ponudu radne snage, i da efekat supstitucije koji "prevazilazi" dohodni efekat,[1008] se i brojnim ekonometrijskim analizama i empirijski verifikuje. Porez iz dohotka (koji uključuje dohodak od rada - nadnice, plate ili najamnine, i kamate, dividende i "naknade" od štednje i investicija) unosi distorzije između relativnih cena sadašnje i buduće potrošnje (štednje) i rada i dokolice, degradirajući ekonomsku alokaciju resursa i generirajući društvene gubitke[1009] iz tih razloga, pristalice ekonomike ponude zalažu se za korekciju fiskalne politike u smislu podsticaja štednje na teret potrošnje redukcijom poreskih stopa i povećanjem fiskalnih beneficija sa "l'effet de levier".[1010]

U ekonomiji ponude fiskalna politika ima za cilj (1) da reducira poreze radi stimulisanja formiranja štednje (kapitala) destinirane produktivnom investianju, (2) da "preskoči" rast javnog sektora, koji je već "nagazio" privatni sektor i (3) da smanji nivo javnih rashoda u društvenom proizvodu kako bi se eliminisao budžetski deficit, koji izaziva "efekat istiskivanja privatnih investicija na tržištu kapitala, i porast kamatnog opterećenja po osnovu zajmovnog finansiranja javne potrošnje, koji iznuđuje povećanje poreskog opterećenja u budućiosti.

Deficitarno finansiranje javnog sektora generira inflaciju i inflaciona očekivanja posredstvom ekspanzije agregatne tražnje, koja uvećava nivo javne potrošnje izvan "kapaciteta" fiskalnih prihoda i pothranjuje nove fiskalne deficite

---

[1007] M.N.Woo, Fiscalite, Epagene et offer de mainmande ocuvere: La theorie et les distorisions effectives, i D.G. Raboy(ed), L economie de l offer. Economica, Paris, 1984.,str.123-158.

[1008] J.A.Hausman, Income add Payroll Tax Policy and Labor Supply Working Poper, decembar 1980., str.12, H.S. Rose, What is Labor Supply and Taxes it? American Economic ewiev, maj str. 171-176.

[1009] H.S.Rosen,Tax Illusion and the Labor Suplly of Maried Women, Review of economics and Statistics, maj, 1976.str.167-172, J.o. Neil, Family Issuses in Taxation, u „Taxing and Familly American Enterpricse Institute for Public Plicy Resarch, Washington, 1981. str. 8., G.M.Von Furstemberg (Ed), Social Security Versus private Saving, Ballinger, Cambrige, 1979., str 36-39.

[1010] D.F. Bradford, The of Tax Polica Todvards Savings, u G.M. Furstemberg (Ed) The Governament and Capital Formation, Ballinger, Cambrige.1980. st.11-68;G.Frinm (Ed), Tax Incentives and Investment spending, The Brookings Institution, Washington, 1970. St. 8-11.

nezavisno od modaliteta njihovog pokrića (zaduživanje kod centralne banke - topey financing plasiranje hartija od vrednosti - bond financing i inostrano zaduživanje -foreign debt).

Negativne makroekonomske implikacije budžetskih deficita ogledaju se preko neposrednih efekata na podsticanje inflacije, porast troškova servisiranja javnog duga, pogoršanje platno-bilansnih pozicija, blokiranje privrednog rasta.

Javno deficitarno finansiranje države, apsorbujući sredstva sa finansijskih tržišta, potiskuje privatnu kreditnu tražnju (crowding out) i sapinje produktivna ulaganja privrede. Apsorbujući blizu 3/4 neto akumulacije (71,6%) budžetski deficiti sedam najvećih zemalja OECD-a u 1983. god. osakatili su potencijal privrednog rasta. U osnovi, budžetski deficiti uslovili su prealokaciju značajnog dela akumulacije od investicionih punktova produktivnog tipa na javnu potrošnju.

Strukturni fiskalni deficiti doprineli su prihvatanju orijentacije na srednjoročnu strategiju konsolidacije u smislu odmerenog pomeranja u strukturi javnih rashoda, limitiranja javnog zaduživanja, sniženja globalnog poreskog tereta, ublažavanja poreske progresije, sužavanja ekonomske uloge javnog sektora i postepenog reformisanja poreskog sistema. Pomeranje tržišta fiskalne politike sa kratkoročnog delovanja na agregatnu tražnju na srednjoročno delovanje na agregatnu ponudu po formuli ekonomske ponude uslovljeno je imperativima oživljavanja ekonomske aktivnosti.

3. FISKALNI EFEKTI NA LIKVIDNOST I SAMOFINANSIRANjE

Fiskaliteti u osnovi redukuju likvidni potencijal i samofinansirajući tok investicija. Nametanjem fiskalne presije smanjuje se raspoloživi dohodak ekoomskih subjekata (sektora privrednih organizacija i sektora stanovništva) u funkciji retransfera sredstava za javnu upotrebu. Redukcija raspoloživog dohotka automatski involvira redukcioni tok likvidnog disponibiliteta i samofinansirajućih tenzija. Povećani fiskalni transfer dohotka u potrošne punktove javne potrošnje vrši pritisak na stopu likvidnosti i samofinansiranja i uvodi zaduživanje (eksterno) pogođenih sektora. Troškovi upotrebe eksternih (tuđih) resursa padaju na teret još neostvarenog dohotka. U akumulaciji, povećana fiskalna presija sa povećanim zaduživanjem ekonomskih subjekata za više od trostruko opterećuje dohodak (porez + anuitet + kamata). Kreditno zaduživanje verifikuje se kao rekompenzator fiskalnog opterećenja u funkciji nadomeštaja potrebnih likvidnih resursa. Fiskaliteti, u suštini, sterilišu likvidnost u periodu deflatornih tenzija. Fiskalni manevar reflektuje se evidentno kroz povećanje, odnosno smanjenje fiskalnog opterećenja (poreske stope). Izuzetak je porast fiskalnih prihoda u funkciji alimentiranja javnih fondova za finansiranje investicija, infrastrukture i proizvodnih ka-

paciteta, budući da se redukovana likvidnost restitulše plasmanima javnih fondova.

U celini, javni rashodi preko budžetskih nabavki robe i usluga, javnih investicija i ekonomskih transfera podižu nivo likvidnosti u privredi. U komplimenciji, i porast fiskalnih beneficija, koncesija, bonifikacija i refundacija, namenskog ustupanja poreza i povećanja budžetskih viškova reprezentante su fiskalnih podsticaja stope rasta likvidnog potencijala i vice versa. U tom kontekstu, valja praviti razliku između bruto i neto fiskalnog opterećenja, s obzirom da se po odbitku refundiranih i ustupljenih poreza, povećanih viškova i ekonomskih (premija, regresa, subvencija, dotacija, kompenzacija, izvoznih primova, beneficiranih kamata, razvojnih premija i ostalih supsidija i refakcija) i socijalnih (penzije, invalidnine, pomoć nezaposlenim i socijalno ugroženim licima) transfera ukupno fiskalno opterećenje redukuje i do 55%), što znači da se globalna likvidnost redukuje za svega 45%. Samim tim, stvaraju se objektivni prostori za povećanje koeficijenta samofinansiranja, koji se, sa oslobađanjem akumulacije od fiskalnih zahvatanja i detaksacijom investicija, nadalje povećava u kumulativu.

4. FISKALNI EFEKTI NA ZAPOSLENOST I KVALIFIKACIONU STRUKTURU

Poreski prihodi i javni rashodi u savremenim privrednim sistemima značajni su segmenti fiskalne politike u funkciji povećavanja zaposlenosti i smanjivanja nezaposlenosti. Redukcija fiskalnog opterećenja povećava raspoloživi dohodak, odnosno akumulaciju za alimentiranje investicionih projekata radi povećanja proizvodnih kapaciteta i otvaranja novih radnih mesta. Posebnim fiskalnim podsticajima u nedovoljno razvijenim područjima podržavaju se intencije politike zapošljavanja. Fiskalnim olakšicama i oslobađanjima pri projektovanju poreza iz ličnog dohotka privlače se visokostručni kadrovi za radno angažovanje u prostoru nerazvijenih regiona i subregiona. Regresiranjem postojećih radnih mesta zaposlenih iz budžetskih sredstava sprečava se porast nezaposlenosti u razvijenim industrijskim zemljama. Posebno se subvencioniše svako novootvoreno radno mesto i dodatna uposlenost. Sa širenjem tzv. javnog sektora (u formi "socijalizacije" pojedinih segmenata društvene reprodukcije) šire se mogućnosti zapošljavanja i sprečava porast broja nezaposlenih. Forsiranjem javnih radova i izgradnje objekata društvenog standarda i ekonomske infrastrukture podržava se nivo zaposlenosti. Sa proširivanjem javnih funkcija države, odnosno društvenih funkcija javnih kolektiviteta, društvenih fondova i javnih službi, odnosno društvenih delatnosti povećavaju se potencije politike zapošljavanja. Pekvalifikacijom i dokvalifikacijom radnika u okviru programa fonda za zapošljavanje "stvaraju" se novi kadrovi shodno potrebama privrede.

Stručno ekipiranim obrazovnim programima u okviru fonda obrazovanja profilišu se visokostručni kadrovi i eliminišu deficitarna i suficitarna zanimanja za potrebe proizvodne i neproizvodne sfere reprodukcije.

5. POREZI I ZAPOSLENOST

Modeli finansiranja socijalnog osiguranja su različiti po zemljama OECD. No, kotizacije se pojavljuju u svim državama, nezavisno od toga da li ih plaćaju zaposleni ili poslodavci, jer im je osnovica ista - nadnice. Relativno visok nivo doprinosa za socijalno osiguranje u pojedinim zemljama remeti raspodele dohotka sa negativnim implikacijama na izbor tehnike produkcije, pa, prema tome, i na zaposlenost. Ukoliko su kotizacije nalegle na faktor rada, kako veli neoklasična teorija i američka empirijska istraživanja, utoliko je problem supstitucije rada i kapitala izražajniji u korist kapitala. Ukoliko pak kotizacije delimično snose preduzeća, utoliko više dolazi do izražaja njihovo prevaljivanje na cene proizvoda. Čak i kada kotizacije snose sami radnici i tada dolazi do poskupljenja troškova radne snage.

Preduzeća upotrebljavaju proizvodnu tehniku, koja, vodeći računa o relativnim cenama faktora proizvodnje, o uslovima na tržištu kapitala i o mogućnostima samofinansiranja, omogućava maksimiranje profita ili prodaja.[1011]Ako socijalne kotizacije povećaju relativni trošak rada u odnosu na kapital, preduzeća optiraju pri izboru nove investicije da intenziviraju upotrebu kapitala ekonomišući živim radom. Time se uvećava tražnja za kapitalom i obara tražnja za radnom snagom, pogotovu ukoliko nivo kamata podržava rastući trend tražnje kapitala. Martin Feldstein je uz pomoć Cobb-Douglasove funkcije dobio rezultate po kojima rad snosi 82% tereta socijalnih kotizacija ukoliko je elastičnost ponude rada i kapitala 1,33. Prema tome. socijalne kotizacije valja posmatrati kao trošak proizvodnje vezan za nadnice koje se reprezentuju na cene proizvoda i na zaposlenost preko povećanih troškova radne snage usled rastućih doprinosa. U uslovima relativno visoke nezaposlenosti i relativno visoke stope inflacije rast socijalnih kotizacija vezanih za nadnice više pogaća radnike nego poslodavce. No, i pored toga. K. Barrere se zalagao za potpuno oslobođenje preduzeća od socijalnih tereta radi favorizovanja zapošljavanja mladih.[1012]

[1011] A. Antume, L incidence des cotisations sociales, C.R.E.S., Paris, 1977.

[1012] Redukcijom direktnih poreza povećava se raspoloživi dohodak, a redukcijom indirektnih poreza smanjuju se troškovi proizvodnje.

6. FISKALNI EFEKTI NA PONUDU PRO IZVODNIH FAKTORA

Stimulativni efekti fiskalne politike na ponudu proizvodnih faktora, obično se opserviraju podsticajem ponude rada, štednje i investicija. U sklopu fiskalnih podsticaja na ponudu rada efekti fiskalne politike se, po pravilu, razlažu na tzv. efekat dohotka i tzv. efekat supstitucije, pod uslovom da funkcioniše tzv. proporcionalni porez iz ličnog dohotka.[1013] Pri relativno niskim ličnim dohocima, povećanje poreza izaziva tzv. efekat dohotka, jer radnik povećava svoj radni napor radi kompenziranja dela izgubljenog poreza. Stoga je kriva ponude rada rastuđa. No, pri relativno visokim ličnim, dohocima, povećanje proporcionalnog poreza iz ličnog dohotka izaziva tzv. efekat supstitucije, jer radnik preferira dokolicu i smanjuje svoj radni napor. Stoga je kriva ponuda rada opadajuća. U slučaju proporcionalnog oporezivanja ukupnog prihoda, dolazi do redukcije ponude rada usled efekta dohotka, odnosno do povećanja ponude rada usled efekta supstitucije. Najzad, u slučaju funkcionisanja progresivnog poreza, ponuda rada ima opadajuću tendenciju usled izražajnijeg efekta supstitucije, odnosno relativno rastuđu tendenciju zbog relativnog slabijeg efekta dohotka, razmatranjem tzv. diferencijalne incidence (Musgrave) obično se empirijski utvrđuje, kako i koliko supstitucija poreza s jednakim prihodom uvećava štednju sektora stanovništva.[1014] Supstitucija poreza iz dohotka porezom na promene svakako favorizuje štednju i defavorizuje potrošnju, pošto porez na promet, oporezujući potrošnju, ostavlja štednju neoporezovanom.[1015]

Na planu podsticanja akumulacije, investicija, rizika, raspodele i razvoja sektora privrednih organizacija, fiskalna politika obično se koristi metodama diferencijalnog ili diskrimiiatorskog oporezivanja, selektivne poreske politike, ubrzane amortizacije, "poreskog" kredita, preferencijalnog tretmana ukalkulisane dobiti i sl. Različitim oblicima amortizacije (linearni metod, metod zbira godina, metod dvostrukog opadajućeg bilansa, metod slobodne amortizacije, metod investicionih subvencija, metod inicijalnog odobravanja i metod investicionog odobravanja),[1016] redukcijama poreskih stopa i poreskih osnovica (bonifikacije, konce-

---

[1013] C.V. Brown, Taxation and the Incetive to Work, Oxford Universiti Press, Oxford, 1980. Str. 30-45. I A.B. Atkinson i A. B. Atkinson i J. E. Lectures on Publich Economics, Mc Graw-Hill, 1980. Str.30-50.

[1014] M.Boskin, Taxation Saving and the Rate on interes, Journal of Political Economy, april, 1978.str.16-17., J. Due i a. Friedlanerel, Goverment Finance, R.D. Irwin, Homewood.1073., st. 395-397. I W.L. Smith i J.M.Culbertson (Ed), Public Finance and Stabilization Policy,North-Holland, Amsterdam, 1974, str. 118-120.

[1015] Međutim u sklopu tzv. Modela životnog ciklusa obično se ističe da porez na promet ne favorizuje štednju (A. Ando i F. Modigliani, The Life Cucle Hypothesisi of saving, American Economic Review, mart, 1963 i R.E. Hall, Consuption Taxes versus Income taxes: Implications for Economie Growth, Columbus, 1969.)

[1016] Opširnije o tome vidi: A.R. Prest, Public Finance in Theory I Practice, Weidenfeld an Nicolson, London, 1977. str. 342-352., R.A. Musgrave I P.B. Musgrave, Public Finance in Theory and Practice,

sije, olakšice i oslobođenja), odbitnim poreskim stavkama (dedukcije: "poreski kredit", poreska remiza) i preferencijalnim poreskim tretmanom ukalkulisane dobiti po osnovu rasta cena državnih hartija od vrednosti, u osnovi se podstiče investiciona aktivnost u razvijenim industrijskim zemljama. Mogućnost kompenziranja gubitka, dopuštanjem obveznicima poreza na dobit da iskazuju gubitak među troškovima, u biti predstavlja svojevrsnu premiju za rizik i dodatni stimulans za investiranje i spremnost za preuzimanje rizika.[1017]

Fiskalni podsticaji su za današnje uslove od posebnog značaja, pošto se nesigurnost, koja se ogleda u investicionim kalkulacijama u vidu premija na veći rizik, izuzetno povećala (što onemogućuje da normalan paket kapitalnih projekata ispuni prihvatljive finansijske kriterijume). Najčešće i najteže su pogođene one investicije u kojima premije za veći rizik delujući snažno u pravcu obezbeđivanja očekivanog budućeg profita, čine sadašnju vrednost tih budućih profita minimalnom (Greespap). Povećanje investicionog rizika protekle decenije odražava se i na tržištu akcija, na kome je odnos između cena i zarada pao na najniži nivo, što je posledica povećane diskontne stope nametnute očekivanom rastu dobiti. Premije na visoki rizik sputavaju sposobnost slobodnog tržišta da se prilagodi primećenim dugoročnijim tendencijama, otkupljuju osetljivost procesa prilagođavanja pomoću ponude i tražnje, te dovode do nestabilnih ekonomskih prilagođavanja. Inflaciono okruženje čini još neizvesnijim ove kalkulacije u vezi sa stopom dobiti od novih investicija - A i kada se ukupni profit povećava u fazmeri sa stopom inflacije disperzija tih profita između poslovnih poduhvata, ima tendenciju da se povećava u paraleli sa rastom inflacije, koja, pored toga što unosi veću neizvesnost u kalkulisanje stope dobiti, deluje u pravcu skretanja investicionih trendova prema kratkoročnim projektima. Stoga nije neočekivano što je reakcija na visok rizik i nedostatak privatnih investicija bila pokušaj povećanja potrošnje pomoću fiskalne ekspanzije.[1018] Međutim, očekivanje da će ekspanzija potrošnje pokrenuti investicioni oporavak, nije se obistinilo, jer povećanje tekućih prodaja nije moguće lako prevesti u upotrebe novih kapaciteta, kada su premije na rizik visoke. Detaljno usklađivanje elemenata ekonomskog rasta sa raspodelom dohotka pomoću konvencionalnih fiskalnih i monetarnih meta, utoliko više stvara nesigurniju atmosferu za donošenje odluka o privatnim investicijama, budući da ekspanzija potrošnje za popunjavanje praznina usled nedovoljnih investicija reflektuje visoko inflacionu privremenu meru kratkog daha. Stvaranjem tzv. kolektivnih fondova u Švedskoj pokušava se da se ova zemlja izvuče iz ekonomske krize jačanjem učešća radnika u industriji (putem učešća u vlasništvu), poboljšanjem raspodele bogatstva, jačanjem solidarne politike nadnica, povećanjem raspoloživosti rizika

---

Mc Graw –Hill, Tokio 1098. Str. 413-419- I 657-676, I J.F. Due I A.F. Friedlaner Government Finance, R.D. Irwin, Homewood, 1973. Str. 340-345.

[1017] M.S. Feldstein, The Effects of Shiting Saving Patternson Interes Rates and Economic Activity, The Journal of Finance, mart 1982.str 37-62.

[1018] Uporedi: J.K. Brunner, Theory of Equitable Taxaation, Springer-Verlag, Berlin,1989.

kapitala i obezbeđenjem otvaranja novih radnih mesta. Zakonom o fondovima predviđa se da kompanije uplaćuju u kolektivne radničke fondove 20% od svog realnog profita ili 6% na isplaćene plate i nadnice, što se odbija od osnovice za plaćanje poreza na profit. Fondovi bi trebalo da investiraju u akcije kompanija najviše do 8% akcija; a zajedno sa penzionim fondom kolektivni fondovi mogli bi maksimalno da poseduju 49% kapitala kompanije. Konačno, fondovi bi trebalo da ostvaruju realan profit od 3% godišnje.

7. POREZI, STRUKTURNE PROMENE I INDUSTRIJALIZACIA

Fiskalna politika na srednji i dugi rok u pravilu može da igra realtivno značajnu ulogu u programiranom rastu, doduše, uz određena osporavanja sa stanovišta moguće destabilizacije.

Industrijalizacija implicira povećanja neto racia investicije (društveni proizvod). Fiskaliteti, u tom kontekstu, treba da doprinesu smanjenju troškova upotrebe kapitala i povećanju sredstava za finansiranje investicija. Difereicirana i selektivna fiskalna politika, pored toga, treba da doprinese sistemskom favorizovanju akumulacije kapitala uz simultano limitiranje učešća javnog sektora u nacionalnoj privredi privatnog tipa i reduciranju poreskih prihoda u društvenom proizvodu.

Fiskalne mete favorizuju akceleraciju akumulacije kapitala poreskih obveznika za finansiranje produktivnih investicija, uključujući i obezbeđenja resursa za javne investicije iz budžeta države, koje deluju komplementarno sa privatnim investicijama.[1019] Akcije u domenu inovacije proizvodnog aparata, na planu koncentracije industrije, u oblasti finansiranja preduzeća, na sektoru strukture štednje za finansiranje investicija industrije, na planu prostornog razmeštaja industrijske aktivnosti, akcije u oblasti tehničko-tehnoloških inovacija i naučnoistraživačkog rada, u oblasti ekspanzije izvoza, na planu sektorskog dinamizovanja ekonomske aktivnosti i druge po pravilu su usmerene i podržavane merama i instrumentima fiskalne politike u korist industrijske politike.[1020] U industrijskoj politici Deguen distancira četiri segmenta:[1021] (1) strukturne akcije koje favorizuju restrukturalizaciju industrijskog sektora i pomoć malim i srednjim industrijskim preduzećima, (2) sektorske akcije, (3) horizontalne akcije (uređenja teritorija, pomoć spoljnoj trgovini, pomoć istraživanju i razvoju, podrška produk-

[1019] J.J. Cerre, P. Dubois I E. Malinvaud, La croissance Francaise, Un essaid analyse economique causale d rapres guerre, Le Seuil, Paris, 1972.

[1020] B.Jadaud, Fiscalitete et investissemnet, Colloque, Economie et Fiscalitete Clermount- Ferrand, februar, 1975

[1021] D.deguen, Les movnes de la politique industrielle u ,Politique industrielle et strategie d enterprise, Universite de Paris-dauphine, Institute de i Enterprice, Masson, Paris, 1977.god.

tivnom investiranju i podsticaj razvoju energetskih i sirovinskih izvora, i (4) akcije okruženja.

U tom kontekstu, politika uređenja teorija implicira brojne mehanizme, među kojima se posebno ističu sledeći:[1022] (1) razvojni regionalni primovi za alokacije tercijalne aktivnosti, pomoć za radnu snagu i obrazovanje, subvencije i dotacije, i zajmovi FDES,, (2) ekscepcionalna amortizacija, egzoneracije profesionalnih taksa i redukcija poreza na višak vrednosti ostvarenog pomoću transfera, i (3) garancije za rizik. Pomoć istraživanjima i inovacijama podrazumeva dotacije u kapitalu, subvencije, zajmove FDES, egzoneracije TVA, beneficiranu kamatu i smanjenu amortizaciju za 50%. Politika izvoza inkorporira specijalni režim za finansiranje proizvodnih kapaciteta za izvoz, srednjoročne i dugoročne bankarske kredite i kredite na izvoz. Politika podrške proizvodnih investicija anglobira dugoročne zajmove sa beneficiranom kamatom i fiskalne podsticaje za produktivne investicije. Politika energije i sirovina implicira dotacije u kapitalu iz fonda za energiju, investicione primoze alimentirane parafiskalnim taksama i kredite na dugi rok. Konačno, politika strukturnih promena restrukturalizacije preduzeća podrazumeva zajmove FDES za restrukturalizaciju, primove za razvoj, kredite za investicije za proširenje kapaciteta eksportne privrede, abatmane od 10% od oporezivane dobiti, oslobođenja od poreza za nova preduzeća u trajanju od dve godine, specijalni fiskalni režim i specijalne garancije za zajmove.

U egzaminaciji fiskalnih akcija u procesu industrijalizacije zapažen je doprinos poreza intenziviranju akumulacionog procesa povećanjem efekata likvidnosti i degažiranju suplementarnih sredstava povećanjem efekata obaranja relativnih cena faktora kapitala u odnosu na faktor rada.[1023]

Thomasov pristup[1024] preciziranju globalnih relacija između evolucije poreza na dohodak (dobit) preduzeća (korporacija) i industrijskog ponašanja države (industrijske mutacije) "odbacio" je sledeće globalne ekonometrijske rezultate dveju regresionih jednačina:

$$IMPO = 5.842 - 3.075AMOR + 0.147RINT - 0.258CEXT + 2.0198SPRO, \quad F = 3.852$$
$$(0.451) \quad (0.075) \quad (0.070) \quad (0.779)$$
$$MBEM = 6.116 + 0.101RINT + 0.269REXT - 0.043ENDE,$$
$$(0.022) \quad (0.076) \quad (0.018)$$
$$f = 5.437$$

gde su: DVDPO - direktni porezi u odnosu na tekući profit pre poreza, AMOR - dotacija za amortizaciju u odnosu na dodatnu vrednost, RTNT - bruto višak eksploatacije prema permanentnom kapitalu umanjen za imobilizovane vrednosti u odnosu na neto imobilizacije, SPRO - dodatna vrednost prema produkciji, MBEN - tekući profit pre poreza u odnosu na poslovni promet, REXT – finan-

[1022] B.Bobe i P. Lau, Fiscalitete et choix economiques, Calmann Levy, Paris, 1978.
[1023] B.Bobe i P. Lau, op.cit., st.213-217.
[1024] J. N. Thomas, Imports sur societes et mutation industrielles, PARIS-X-Nanterr, Paris,1976.

sijski "proizvod" prema ostalim imobilizovanim vrednostima i ENDE - dug na srednji i dugi rok u odnosu na sopstvene fondove.

Impakt direktne fiskalne intervencije države na preduzeća po ovom proračunu je uglaviom vezan za amortizaciju, za redistribuciju dohotka i za zadživanje, što u retroakciji vrši pritisak na povećanje interne rentabilnosti.[1025] U konfrontaciji fiskalne intervencije države i ciljeva preduzeća, po pravilu, precizira se domet fiskalne varijabile.

Povećani efekat likvidnosti omogućava povećanje marže dobiti i smanjenja cena, s jedne strane, i troškovni efekat smanjenja relativnih cena investicija, jer je kapital favorizovan u odnosu na rad u proizvodnoj kombinaciji, s druge strane. Opadanje troškova bruto formiranja fiksnog kapitala preduzeća za oko 7% induciralo je akceleraciju investicionog rasta, odnosno produktivne investicione tražnje za 15% (Basle i Malinvaud). To omogućava TVA potrošnog tipa, ali ne i TVA "dohodnog" tipa.

Međutim, kotizacije na socijalno osiguranje, koje opterećuju nadnice i reperkutuju se na cene proizvoda (inducirajući porast relativnih troškova faktora rada) i penalizuju radno intenzivnu industriju.[1026] Ako rastu cene rada via socijalnih tereta (doprinosa) trošak upotrebe kapitala teži da se smanjuje pod dejstvom fiskalnog efekta za investicije. Dolazi na taj način do supstitucije rada i kapitala.

U merenju evolucije troškova upotrebe proizvodnog kapitala Malinvaud je pokušao da sintetizuje i fiskalne efekte na dati trošak. Račun je pokazao da su fiskalne dedukcije za investicije (između 2% i 5%) i degresivna amortizacija (između 1,9% i 5,3%), ukjučujući ostale fiskalne podsticaje, doprinele da se globalni fiskalni efekat na troškove upotrebe produktivnog kapitala cene na 23% u periodu 1959-69. god. Za period 1954-74. god. Sautter C.Sautter[1027] analizirajući raspodelu realnog viška industrijskih preduzeća u okviru evolucije direktnih i indirektnih poreza plaćenih od strane preduzeća po odbitku subvencija u odnosu na dodatnu vrednost, dokazao je da se opadanje fiskalne presije javlja kao korektivni mehanizam pada rentabilnosti kapitala po konstantnim cenama.

U SAD je 1968. god. stabliran budžet "fiskalnih rashoda" koji omogućava kontrolu fiskalne korisnosti od strane Kongresa,[1028] evaluaciju globalnih fiskalnih rashoda i funkcionalno uklapanje poreza u društven proizvod. Ovaj tip transfera inaugurisan je intervencijom države u korist industrije, reprezentujući sumu sredstava koja se vraćaju privredi. Pors čak i poreze posmatra kao negativne transfere. Takav tip transfera je jedan element savremenog razvoja u procesu

---

[1025] P. Fontaneau, Fiscalite et investissement, Doss Themis, P.U.F. Paris, 1972., J.M. Weydert, La Fiscalite et le financment des enterprices, Economie appliquee, No-3-4, 1968.g., A. Brisard, L incidence de la TVA sur le type de croisance, Colloque, Economie et Fiscalite, Clermonal Ferrand, februar, 1975.

[1026] E. Malinvails, Pueton mesurer du cot d usage du captal productif, Economie et Statistique, april 1971.

[1027] C.Sautter, L efficacite et la rentabilitete de l' economie francaise de 1954 I 1974. Economie el Statistique juni 1975.

[1028] J.E. Stiglitz I M.J. Boscin, Some lessons from the new public finance ,American Economic Review februar 1977. God.

javnog finansiranja produkcije i strukturi i element proizvodnje i cena, instrument reprodukcije privrede i socijalnih odnosa.[1029] No, taj tip transfera se podvrgava i kritici. Kritika pojma transfera vezanih za fiskalni režim insistira na diferencijalnim transferima, koji bi se razlikovali od budžetskih dotacija i subvencija, "fiskalnih rashoda" i socijalnih transfera.

8. FISKALITETI I ALOKACIJA INVESTICIJA

U politici lokacije ili dislokacije preduzeća, alokacije investicija i uređenja teritorija (regionalni razvoj) savremene države zapadnog sveta koriste se brojnim merama i instrumentima fiskalne politike, kao što su razvojni primovi, subvencije i dotacije u kapitalu, zajmovi iz javnih fondova, rambursmani ekscepcionalnih rashoda, tzv. les asantages fiscaux, javno finansiranje infrastrukture, itd. U Francuskoj, npr., koriste se potpune ili delimične egzoneracije za patente, odnosno profesionalne takse u vremenu trajanja od pet godina, redukciji "des droits de mutation" za kupovinu imobilizirane aktive (od 16% na 4%), ekscepcionalna amortizacija od 25% od "prix de revient" za novu konstrukciju, redukcije poreza za višak vrednosti na izgrađene terene u trajanju od dve god., nadoporezivanje (surtaxition) aktivnosti u pariskom basenu, pomoći pri investiranju (razvojni primovi, primovi za lokaciju tercijalne aktivnosti, primovi za orijentaciju poljoprivrede, zajmovi FDES, bonifikacije za cene terena), rambursmani ekscepcionalnih rashoda (pomoć za formiranje profesionalnih kadrova, pomoć za mobilnost radnika, pomoć za dislokaciju preduzeća), itd.[1030] U politici uređenja teritorija javna vlast preferira upotrebu direktne pomoći u odnosu na fiskalnu korist koja zavisi od rentabilnosti preduzeća. Izuzetak su prekomorski departmani, pošto je stopa oporezivanja dobiti samo 33% i pošto je reinvestirana dobit izuzeta od oporezivanja.[1031] Međutim, u drugim zemljama OECD fiskalne varijabile beleže relativno značajan uticaj na lokaciju industrije, na primer u državi Minesota reprezentuje između 0,65% i 2.42% troškova preduzeća u procesu lokacije industrije.[1032] U Italiji, pak fiskalne varijabile su značajan instrument razvojne politike Mezzogiorno, jer je neto profit za 4% veći usled fiskalnih beneficija.[1033] No, tokom poslednjih decenija fiskalna politika u Francuskoj se sve više okreće ka povećanju rentabilnosti preduzeća i razmeštaja ekonomske aktivnosti upotrebom selektivnih poreza i tehnike degresivne amortizacije sa značajnim podsticajnim

[1029] H.Delestre, Comparasion des dotations des dotations fiscales et economiques aux amortissements, incidence sur la mensure des resuits enterprices, juli 1975.
[1030] P. Durand, Fiscalite et reparation geographique des activites, Collouqe, Economie el Fiscalite? Clermont-Ferrand, februar, 1975.
[1031] M. Hannoun i P.Tmeple, Les Facterus de creation et de location des nouvelles unites de production, Economie et Statistique, No68, 1975.
[1032] J.F. Due, Studies of State and Local Taxes Intlueces on Location of Industry, National Tax Journal, 1961.
[1033] J. Spindler , Fiscalte et ecpspace economique , Cujas , Paris, 1976.

efektima na investicije akcijama smanjenja troškova upotrebe kapitala i na poboljšanje strukture finansiranja preduzeća favorizovanjem samofinansiranja.[1034]

8.1. Porezi i investicioni izvori

U SAD, V. Britaniji, Danskoj, Nemačkoj i Holandiji relativno značajnu ulogu u fiskalnoj strukturi imaju porezi na neto aktivu i nepokretnu imovinu,[1035] poput nekadašnjih „les impots fonciers " ili poreza na višak vrednosti u kapitalu u Francuskoj.

Kada se observira Francuska, totalitet poreza na promet, poreza na upotrebu ili vlasništvo pokretnih ili nepokretnih dobara doprinosa za socijalno osiguranje i poreza na dobit sa preko 3/4 od ukupnih fiskalnih prihoda potiče od sektora preduzeća, počev od 1965. god. Međutim, po odbitku TVA i ostalih indirektnih poreza, koji se preko cena roba i usluga reperkutuju na potrošače, fiskalni teret, koji pada na teret preduzeća značajno se reducira.

Po pravilu, svi porezi, koje podnose preduzeća, reperkutuju se na cene robe i faktora proizvodnje, pošto reprezentuju element troškova proizvodnje. Čak i kada se opserviraju kotizacije za socijalno osiguranje
koje padaju na teret nadnica zaposlenih, teško je potvrditi da ne postoji translacija, koja se reperkutuje bilo na cenu rada (jer su doprinosi vezani za upotrebu radne snage), bilo na cenu robe (pošto su doprinosi element troškova proizvodnje). U prvom slučaju, realne najamnine su inferiornije u odnosu na nadnice bez kotizacija; u drugom slučaju, kontribucije doprinose povećanju cena. To svakako zavisi od situacije na tržištu rada i odnosa snaga u društvu.

Porezi reprezentuju ekonomsku varijabilu koja modifikuje ostale ekonomske varijabile, kao što su, npr., relativne cene rada i kapitala, odnos domaćih i inostranih cena, investicioni izbori, zaposlenost, spoljnotrgovinska razmena, ponude rada, izbor između rada i dokolice, ponašanje ekonomskih agenata itd.[1036]

U tržišnim privredama, porezi preduzeća utiču na investicione odluke, pošto se, po okončanju proizvodnje vrednosti, oporezuje dobit. Profit, kao izvor investicija i akumulacije kapitala, i osnov rasta preduzeća, po pravilu, se ne oporezuje "teško", izuzev ukoliko javne investicije državnog sektora nisu suviše visoke.

Porez na dohodak (dobit) preduzeća je esencijalni instrumemt države, koji upliviše na investicije preduzeća preko uticaja na fiskalni tretman amortizacije, strukturu finansiranja reprodukcije, tehničko-tehnološke osnove proizvodnje, lokaciju preduzeća itd.

Amortizacija predstavlja kompleksno pitanje ekonomske politike, pošto se fizička i tehnološka depresijacija kapitala, koji gubi svoju vrednost tokom vreme-

---

[1034] J.M.Wezdert, La Ficalite et le financement des investissements des enterprises, Economie appliqué, No 3-4, 1968.
[1035] Poznata je u tom kontekstu uloga procrecy tax u finansiranju obrazovanja u SAD
[1036] OECD Aspects theoriques des effets de la ficalitte sur l offer du maind loevre, Paris, 1975.

na, bazira na neophodnosti zamene sredstava i opreme, koja se upotrebljava. U privredama, koje se karakterišu relativno ubrzanim tehničkim progresom, amortizacija je esencijalna varijabila rasta preduzeća i finansiranja datog rasta. Stoga je amortizacija predmet reglementacije u fiskalnom pravu, kao značajan element poreske materije.

U Francuskoj, preduzeća procenjuju vek trajanja kapitalnog dobra i kalkulišu amortizaciju na vrednost imobilizovane aktive na bazi pravila linearne i degresivne amortizacije (l′amortissement linearie i l′ amortissement degressif) prema tzv. Code general des impots.[1037] Degresivna amortizacija, u tom kontekstu, omogućava amortizovanje 60% do 75%, opreme za prve dve-tri godine (75% za vek trajanja sredstava do tri god., 64% za vek trajanja sredstava od pet god. i 59%o za vek trajanja sredstava od sedam god.), čime se smanjuje oporeziva dobit i povećava marža bruto samofinansiranja (cash flow), kao strateške varijabile investicionih odluka. Degresivna amortizacija u odnosu na linearnu amortizaciju ne doprinosi nikakvu globalnu fiskalnu korist preduzeća u tekućim vrednostima u ukupnom periodu trajanja amortizacije, osim koristi likvidnosti (des avatages tresorie). Međutim, ukoliko se kalkuliše aktuelizovana vrednost plaćenog poreza od strane preduzeća, onda degresivna amortizacija smanjuje fiskalni teret u odnosu na linearnu amortizaciju. Francuski režim amortizacije u odnosu na metode amortizacije u zemljama EEZ/EU je favorizujući, izuzev V, Britanije koja od 1973. god. praktikuje režim "totalne slobode" (mada se koristi kompenziraju relativno visokim stopama oporezivanja). Britanski režim totalne slobode je, prema tome, povezan sa stopom poreza na dobit, koja varira između 40% i 52% i sa fiskalnim dedukcijama za investicije poput Holandije i Nemačke. U savremenim ekonomijama je relativno značajan segment privatnih investicija osiguran smaofinansiranjem koje se bazira na amortizaciji u okviru bruto akumulacije. Degresivna amortizacija dozvoljava preduzeću da raspolaže masom fondova superiornije od depresijacije i ramplasmana. Ona. na taj način, postaje instrument rasta stope samofinansiranja posredstvom amortizacije, pod uslovom da se sredstva degresivne amortizacije odmah reinvestiraju.[1038] U stvari radi se o tzv. efektu akceleracije amortizacije poznatom po imenu Lohman-Ruchti efekat,[1039] koji uvodi amortizacioni multiplikator.

Degresivna, akcelerirajuća i slobodna amortizacija su kompatibilne sa rastom investicija. Sva preduzeća, međutim, ne koriste potpuno mogućnost degresivne amortizacnje, koja fiskalni zakon omogućava. Pojedina preduzeća su često deficitarna i malo posvećuju pažnju modifikaciji poreske osnovice. Druga preduzeća pak beleže slabu, nisku rentabilnost sa obavezom da distribuiraju

---

[1037] Tzv. Ekscepcionalna amortizacija postoji samo u domenu naučnih istraživanja policije i uređaja teritorija.

[1038] R. Teller, le regime fiscal de lamortissement rompti legalite de concurence entre les enterprices de la C.E.E., Analyise financiere, No 15.1973.

[1039] M. Mareuse, Contribution a l etude de la notion d amortissement. Revue Irancaise de Compatibilete.mart, 1973.

dividende akcionarima. Akcionari naravno preferiraju regularnu dividendu nezavisno od ostvarenih poslovnih rezultata, što onemogućava preduzeću da koristi pogodnosti degresivne amortizacije. Visoko rentabilna preduzeća. sa relativno visokom stopom rasta tehničkog progresa, mogu jedino da koriste blagodeti degresivne amortizacije.

Javna preduzeća koriste linearnu amortizaciju, jer "dotacije u amortizaciji" iznose i do 85%. Finansijska društva koriste simultano degresivnu i linearnu amortizaciju u zavisnosti od poslovnih rezultata.[1040]

Degresivna amortizacija je od značaja za samofinansiranje i u periodu inflacije, i za vreme akcelerišuće supstitucije kapitala radom, jer fiskalna tehnika amortizacija, modofikujući troškove upotrebe kapitala, utiče na relativne cene faktora proizvodnje.

9. POREZ NA DOBIT I TROŠKOVI UPOTREBE KAPITALA

Preduzeće u izboru proizvodne tehnike, pa, prema tome, i investicija. uzima u obzir relativne cene faktora proizvodnje. U teoriji optimalne akumulacije bitan je koncept troška upotrebe kapitala, koji je jednak ceni kupovine (nabavke) kapitalnog dobra, koja se amortizuje tokom veka trajanja, uvećana za oportunitetni trošak afektiranih fondova u procesu finansiranja[1041],

$$c = q(r + d)$$

gde su s - trošak upotrebe kapitala, q - cena jedinice mobilnzovane aktive, r - kamatna stopa i d- stopa amortizacije. Preduzeće, koje teži da maksimizira profit, investira poslednju jedinicu imobilizovane aktive po stopi randmana koja je jednaka trošku upotrebe kapitala. Porezi, u tom kontekstu, afektuju ovaj trošak upotrebe kapitala, pošto omogućavaju dedukciju amortizacije uz oporezive dobiti. I ukoliko egzistira porez na dobit preduzeća po stopi u trošak upotrebe kapitala postaje:[1042]

$$c= q(r+d) \times (1-k-uz) / (1-u)$$

gde je: z- vrednost aktualizovana dotacija za amortizaciju i k - procenat vrednosti aktive koja se dedukuje iz poreza.

[1040] W.Snyder, La mesure des resultats des poitiques budgetaries francasies de 1955 i 1965, Revue Economique, nvembar 1969.

[1041] D.W Jorgenson, The Theory of Investment Behaviour, R. Ferber(Ed) Determinant of Investment Bchaviour, Columbia University pres 1967.

[1042] G-Kopits. Comparasion internationale de methodes d amortissement fiscal, OECD, Paris, 1975. I J.Wiseman i M. Devenport, Aspects theoricques entepiriques derimposition dessocites OECD, Paris 1974.

Troškovi upotrebe kapitala su instrument za identifikaciju fiskalne strukture i fiskalnog tretmana amortizacije koji utiču na troškove "des actifs immobilises".

Porez na dobit ne modifikuje konkurenciju između preduzeća industrijskih zemalja, jer se stope poreza kompenzuju tretmanima amortizacije. U tom smislu, degresivna amortizacija smanjuje troškove upotrebe kapitala za 5.3% u odnosu na linearnu amortizaciju.[1043]

Fiskalne dedukcije za investicije (ili fiskalna pomoć za produktivne investicije) su jedan od instrumenata konjunkturne regulacije u funkciji promovisanja rastućeg trenda investicionih plasmana poput iskustava Francuske u 1965, 1968. i 1975. god. Fiskalne dedukcije za investicije, npr. u 1965. god., korespondirale su, u stvari, subvencijama fiskalnim putem u iznosu od 10% troškova opreme. U stvari, fiskalni zakon je omogućio industrijskim i trgovinskim preduzećima da zaračunavaju na sumu poreza iz dohotka ili ličnog dohotka sumu jednaku od 10% cene isporučene opreme za period od godinu dana. Fiskalna dedukcija, kao privremena mera, imala je za cilj da doprinese podizanju marže samofinansiranja i da podigne globalnu tražnju via rast investicija. Istovremeno, fiskalna dedukcija bila je selektivna i odnosila se samo na četiri kategorije kapitalnih dobara i opreme. Bruto globalna incidenca fiskalnke dedukcije procenjena na 1.605 mil. FF.[1044]što je činilo oko 6% godišnjih investicionih rashoda. Efekat fiskalne dedukcije doprineo je povećanju investicija za 3% i da 1/5 dedukcija odgovara suplementarnim investicionim porudžbinama. Fiskalne dedukcije u 1968. god. su proširene, jer je, pored poreza na dohodak i poreza na lični dohodak, uključne i TVA sa efektom od 2000 mil. FF ili 5% rasta investicija. Konačno, u 1975. god. institucionalizovana je fiskalna pomoć za produktivne investicije,[1045] koja je omogućavala industrijskim i trgovinskim preduzećima da zaračunavaju na sumu TVA iznos od 10% "prix revient" u temporalnoj formi i da javna preduzeća koriste linearnu amortizaciju, jer "dotacije u amortizaciji" iznose i do 85%. Finansijska društva koriste simultano degresivnu-linearnu amortizaciju u zavisnosti od poslovnih rezultata.

[1043] E. Malinvuad, Peut-on mesurer L eviction du cout dusage du capital productif, Economique et Statistique, aprl, 1971.

[1044] J.p. Vicent, Les amorttissements en periode d erosion monetarie, analyse financire 9/772 str.57.

[1045] J. Boulle, J Bouysset i H.Paker, Les budgets economiemes et leur realisation, Statistiques et Etudes financieres, No 18. 1975, str. 1.

10. UPRAVLJANJE PORESKOM POLITIKOM

10.1. Porezi i rast preduzeća: kvote

Tokom 90-tih godina u Nemačkoj je nastala prava zbrka u diskusijama o visini poreza koje plaćaju kompanije. Naime, Institut nemačke privrede u Kelnu obračunao je da na dobit jednog društva sa kapitalom otpada za sada oko 66% poreza u 1990. god. Do sličnih rezultata došao je i Institut za svetsku privredu u Kilu u svom obračunu visine oporezivanja korporacije i poreskog opterećenja dividendi. Obračun na osnovu zbirnog računa nacionalne privrede pokazuje pak da je poresko opterećenje manje za 20%. Šta je, zapravo, tačno i kako su moguća tako velika odstupanja u kvantifikaciji "nivoa poreza", koja potencijalno remete konkurentsku sposobnost.[1046]

Utvrđivanje dobiti prema propisima poreskog zakonodavstva omogućava olakšano izračunavanje tzv. kvote. Na osnovu tog računa više od 2/3 dobiti prosleđuje se finansijskom uredu u vidu poreza na prihod, korporacijskog poreza, poreza na proizvodnju i poreza na imovinu. Kritičari ovog metoda obračuna tvrde da je dobit nacionalnog ukupnog (društvenog) računa objektivnija veličina, pošto je dobit firme, koja treba da se oporezuje, prilično umanjena izdvajanjima za rezervni fond, za otpise, za ispravke vrednosti, za pokriće eventualnih gubitaka. Zato je, u krajnjoj instanci, efektivno opterećenje dobiti poreskim zahvatanjima dosta manje (niže) od tarifnog opterećenja iz nacionalnog računa. "Ocenjivanje poreskog opterećenja dobiti na bazi opštenacionalnog privrednog računa posao je pun zamki. To, međutim, nimalo ne smeta smelim račundžijama da bruto prihod iz delatnosti preduzeća i njegovu imovinu jednostavno uporede sa plaćenim iznosima poreza. Pri tom nastaje preuveličana poreska osnovica i kao posledica toga relativno nisko poresko opterećenje. Jer, bruto-prihod iz delatnosti preduzeća i imovina obuhvataju mnogo više nego što je čista dobit: prihodi iz kamata i iznajmljivanja privatnih domaćinstava, iz zarada poljoprivrednika, samostalnih trgovaca, slobodnih profesija, pa čak i države. Uz to dolazi problem merenja. U bruto-prihodu iz delatnosti preduzeća i imovini akumuliraju se celokupne greške statistike društvenog proizvoda, jer se ovaj agregat utvrđuje samo kao "preostala veličina". Sve što od nacionalnog dohotka preostane po odbitku plata i socijalnih dažbina pripisuje se ovoj stavci. Otuda njega uvek prati nedovoljna "oštrina", koja upozorava na najveću opreznost. Ako se pokuša da se od ukupnog nacionaliog računa izvede efektivno poresko opterećenje, onda se to čini samo da bi se pokazalo kako treba postupati ako se ovi podaci žele da upotrebe.

Nacionalno-ekonomski zbirni računi za 1983. pokazuju društveni bruto-produkt iz delatnosti preduzeća i imovine u iznosu od 365,3 milijarde maraka. Da bi se iz ovog iznosa došlo do veličine dobiti koja je za preduzeće relevantna u

[1046] Dr Žarko Ristić, Fiskalni menadžment, Savremena administracija, Beograd, 1995. 117 Ekonomska politika, br. 1933. od 17. aprila 1989., str. 45.

međunarodnoj konkurenciji, moraju se odbiti sledeće pozicije: dohodak iz poljoprivrede i šumarstva, od iznajmljivanja stanova, prihodi iz samostalnih delatnosti slobodnih profesija, prihodi privatnih domaćinstava od kamata i dobiti Centralne banke i pošte. Najveći komad pri tom predstavljaju prihodi iz samostalnih proizvodnih delatnosti i slobodnih profesija, prihodi privatnih domaćinstava od kamata i dobit Centralne banke i pošte.[1047]

Ovi prihodi se mogu proceniti, ali sa obaveznim uključivanjem gubitaka države iz delatnosti preduzeća i imovine, i gubitaka državne železnice. U tom kontekstu, porez na zanatske delatnosti, porez na promet kapitala i zemljarina u nacionalnom društvenom računu bitišu kao proizvodni porezi i, stoga, nisu inkorporisani u društvenom bruto-produktu iz delatnosti preduzeća i imovine. Sa ovim korekturama dobit pre oporezivanja u 1983. god. iznosi 110 mlrd. maraka. Porez na dobit, porez na zanatske delatnosti, porez korporacija i porez na imovinu, zbirno uzeto, procenjuju se u istoj 1983. god. na oko 60 mlrd. maraka. Efektivna poreska stopa (prema ukupnom nacionalnom društvenom računu i podataka prema modelu je, ipak objašnjiva, jer su i zemljarina i porez na promet kapitala ispušteni i iz računa i iz modela. "Na prvom mestu treba podvući da poreska stopa iz nacionalno-privrednog računa meri prosečno poresko oporezivanje, dok je račun prema modelu više orijentisan na poresko marginalno opterećenje."

No, neoporezovani (slobodni) iznosi kod oporezivanja zanatsko-proizvodnih delatnosti umanjuju poresko opterećenje u privrednom računu. "Uz to dolazi da prosečno poresko opterećenje prihoda pojedinačnih preduzeća i personalnih društava, zbog progresivne tarife, uvek leži ispod 56%. Ako jedno preduzeće stoji pred dilemom da li da novu investiciju izvrši u inostranstvu ili u svojoj zemlji, važno je marginalno opterećenje dobiti".[1048]Dodatni razlog za pravljenje razlike između ove dve poreske kvote nalazi se u koncencijskim razlikama između nacionalno-društvenog računa i postojećeg poreskog prava, koje se odnosi na utvrđivanje dobiti. U nacionalnom društvenom računu amortizacija se utvrđuje po različitoj metodologiji u odnosu na poresko pravo. Izdvajanja za rezervni fond, rezervisanja za pokriće gubitaka, ispravke vrednosti i dobit od prodaje osnovnih sredstava ne postoje u koncentu društvenog računa ali se ispoljava na računu poreskog opterećenja. "Opštenacionalni društveni račun kalkuliše otpise po novim, nabavnim cenama. U poreskom pravu, pak, dopušta se, po nominalnom principu vrednosti, samo otpis po istorijskim nabavnim ili proizvodnim cenama. Na drugoj strani, u nacionalnom društvenom računu vrše se otpisi isključivo linearno, dok poreski propisi dopuštaju i degresivni otpis, pa osim toga dopuštaju i posebne otpise. Osim toga, prosečno poresko vreme korišćenja je, po pravilu, kraće nego što se pretpostavlja u nacionalnom društvenom računu."[1049]

[1047] Ekonomska poltika br. 1933 od 17. aprila 1989. str.45.
[1048] Ibidem, str. 45.
[1049] Ibidem, str. 46.

U statistici centralne banke Nemačke preduzeća u proizvodnim delatnostima i trgovini su iskazala na 100 mlrd. maraka (u 1983. god.) na ime otpisa stvarne vrednosti. Ovi otpisi u nacionalnim društvenim računima iznosili su samo 88 mlrd. maraka. "Koja je od dva navedena metoda otpisa bliža stvarnom trošenju vrednosti osnovnih sredstava, otvoreno je pitanje. Za međunarodna poređenja poreske opterećenosti odgovor na ovo pitanje je, naravno, irelevantan. Ovde su isključivo važni poreski modaliteti otpisivanja (amortizacije). Poresko pravo dopušta rezervacije u bilansu za "pogonske terete" koji su na dan zaključenja bilansa ekonomski već prouzrokovani, ali čija visina još definitivno nije utvrđena. Propisi predviđaju rezervacije za: preteće gubitke iz sumnjivih poslova, za propuštena plaćanja za održavanje postrojenja, za garancije koje se izvršavaju bez zakonske obaveze.

Rezervacije po bilansu imaju naročiti značaj u okviru starosnog osiguranja nameštenika u okviru preduzeća, pri čemu se firma obavezuje da svojim nameštenicima ili njihovim naslednicima obezbedi penziju. Ove rezervacije u nacionalnom društvenom računu ne umanjuju dobit preduzeća, ali umanjuju poreske terete. Ovo u konačnom rezultatu vodi do toga da nacionalni društveni račun, u odnosu na račun prema modelu, iskazuje manje poresko opterećenje. Među rezervacijama koje su, prema principu opreznosti. Strogo propisane, penzionere rezervacije igraju posebnu ulogu. Obećane penzije su deo personalnih troškova preduzeća. One umanjuju osnovicu za poreze. Međutim, ovo je u skladu sa ekonomskim potrebama preduzeća. Ekonomski posmatrano, rezervacija sredstava za penzije predstavlja odobrenje kredita od strane radnika svom pogonu (preduzeću). Zakonodavac predstavlja, u formi računske kamatne stope, fiktivno ukamaćenje u visini od 6%.[1050]

Poreski propisi Nemačke, po pravilu, dopuštaju vremensko izravnjanje poreske osnovice i da se gubici mogu pokrivati iz dobiti budućih i prošlih godina. To, kvantitativno, ne menja obim dobiti sve do zatvaranja preduzeća. Dugoročno posmatrano, prihodi u nacionalnom društvenom računu i u poreskoj statistici bitno ne odstupaju, iako su preduzeća iskoristila mogućnost rezervacnje za pokriće gubitaka za savladavanje trogodišnje recesije. "U obzir treba, konačno, uzeti da su u poreskoj osnovici nacionalnog društvenog računa sadržane i finansijske pomoći koje su oslobođene poreza, a koje koristi samo mali broj područja (rudarstvo, brodogradilište, vazdušni autobusi). Sve u svemu, dakle, prosečno poresko opterećenje od 54% prema nacionalnom društvenom računu i marginalno opterećenje od 70% dobijeno po osnovu računanja sa modelima, apsolutno se poklapaju. Za preduzetničke investicione odluke, računanja po modelima daju samo nešto preciznije veličine za orijentaciju.[1051]

Kritika, dalje, polazi i od međunarodne uporedivosti poreskih stopa, iako su poreski sistemi između zemalja veoma različiti. Razlike proističu i zbog dras-

[1050] Ibidem, str. 46
[1051] Ibidem, str. 46

tičnog smanjenja poreskih stopa nakon sprovedenih poresknh reformi (V. Britanija, Francuska, SAD, Holandija, Austrija). "Da bi se negativno delovanje relativno previsokih poreskih stopa u Nemačkoj kompenziralo, bilo bi potrebno znatno povoljnije regulisanje utvrđivanja poreski obavezne dobiti... U ovom pogledu postoje dve prednosti prema drugim, pojedinim zemljama, ali, takođe, i nedostaci. Već godinama deficitarni bilans direktnih investicija (i to visok deficit) takođe predstavlja indiciju za to da nemačka preduzeća nalaze u inostranstvu povoljnije poreske uslove. Ova pretpostavka je potvrđena i jednom anketom među preduzećima koju je 1988. u metalnoj industriji proveo Ifoinstitut. Iz ankete je proizišlo da se na opterećenost preduzeća gleda kao na značajni faktor pri izboru lokacije, pri čemu Nemačka, u poređenju sa inostranstvom, stoji znatno nepovoljnije.[1052]

Nacionalne replative za otpise (amortizacija) različito deluju na efektivno poresko opterećenje (merljivo), mada treba razlikovati amortizaciju opreme i postrojenja od otpisa građevinskih objekata. "Mogućnosti otpisa za opremu, posmatrane internacionalno, vrlo su bliske međusobno. Značajnije razlike postoje samo kod propisa za amortizaciju nogonskih građevinskih objekata. Preduzeća Nemačke, otkako su izvršena smanjenja poreskog veka korišćenja na polovinu (od 50 na 25 godina), što je urađeno 1. januara 1985. godine, stojeu međunarodnim poređenjima vrlo dobro. Samo Italija, Španija, Grčka i Irska imaju, u pogledu amortizacionih mogućnosti, u celini uzeto, širokogrudnje propise. Obračuni efektivne poreske opterećenosti prihoda od investicija pokazuju, međutim, da amortizacione prednosti, kod kojih se, u stvari, radi samo o odlaganjima, da bi se kompenzirale loše strane iz, na primer, visokog tarifnog opterećenja, ni izdaleka nisu dovoljne. Dve tačke, osim ovoga, treba uzeti u obzir:

Drugačije nego u Nemačkoj, fiskus u zemljama Belgiji, Italiji, Švedskoj i Austriji, odobrava preduzećima generalne investicione dotacije ili poreski oslobođene iznose. Duruačije nego u Nemačkoj, u drugim zemljama se inflatorno uslovljena prividna dobit ne oporezuje ili se oporezuje samo delimično. U Danskoj, Portugalu i Španiji povećani otpisi u vezi sa ovim dovode do definitivnih poreskih ušteda. Starosno penziono osiguranje od strane preduzeća, različito se tretira od zemlje do zemlje. U nekoliko zemalja postoje slične regulativne mere kao i u Nemačkoj, tako u Holandiji, Italiji i Austriji. Drugde se, pak, starosno osiguranje koje vrše preduzeća finansira preko posebnih fondova van sfere preduzeća. Tamo preduzeća uplaćuju doprinose za svoje nameštenike, a fond kasnije snosi penzijske terete. Preduzeća ove doprinose mogu iskazati kao regularne izdatke preduzeća kojima se smanjuje dobit. Ovaj sistem se primenjuje, pre svega, u Francuskoj. Načelno, rešenje sa ovim fondovima, sa poreskog stanovišta. za preduzeća nije lošije nego alternativa sa penzijskim rezervacijama. Ona pri tome ne snose rizik da li će se formirane rezerve kasnije pokazati kao nedovoljne.[1053]

[1052] Ibidem, str. 46—47.
[1053] Ibidem, str. 46—47.

Za kvantifikaciju efektivnog poreskog opterećenja važna je i problematika neefikasnog tretmana gubitaka, budući da u gotovo svim razvijenim privredama tržišnog tipa egzistira tzv. intertemporalno izravnanje gubitaka. "U nekoliko zemalja ova mogućnost je, ipak, ograničena na samo jedan gubitaku napred. U Nemačkoj je ovaj iznos ograničena maksimalno dve godine i 10 miliona maraka po jednoj godini, unazad. Rezervacije za gubitke unapred u Nemačkoj su danas moguće na par godina, bez maksimiranja iznosa.

U međunarodnim poređenjima Nemačka time ne iskazuje niti naročito povoljne, niti pak naročito nepovoljne propise. Tako se u Velikoj Britaniji i Irskoj praktikuje vremenski neograničeno rezervisanje za pokriće gubitaka, svakako ograničeno na gubitke i dobit iz iste delatnosti. Relativno povoljne uslove preduzeća nalaze u Holandiji: novoosnovana preduzeća u ovoj zemlji mogu svoje gubitke neograničeno prenositi u naredne godine i to za prvih osam godina. Povoljnija nego u Nemačkoj jesu rešenja u SAD i Kanadi, lošija, pak, u Japanu, Italiji i Danskoj. Poreska reforma donosi preduzećima u Nemačkoj, pri pokriću gubitaka, izvesna poboljšanja. Dosadašnje vremensko ograničenje za rezervacije u napred otpada. Rešenje za gubitke iz proteklih godina ostaju nepromenjena, isto kao i obaveze da se najpre u potpunosti iscrpe sredstva rezervisana za protekle godine."[1054]

10.2. Oporezivanje i troškovi finansiranja preduzeća

Sistem oporezivanja finansijskog rezultata preduzeća je od posebne važnosti u procesu procenjivanja relativne veličine troškova finansiranja. U raspodeli finansijskog rezultata firme, naknada finansijerima ima prioritet u odnosu na fiskalitete. Troškovi finansiranja posle oporezivanja su zato manji nego što bi bili pre oporezivanja. Jer, ako troškovi finansiranja preduzeća predstavljaju odbitnu stavku od poreske osnovice. onda preduzeće plaća manji iznos poreza nego da je taj trošak ušao u poresku osnovicu."[1055] I upravo za taj iznos povećava se finansijski rezultat posle oporezivanja. Finansijski rezultat posle oporezivanja (N) obično se računa kao finansijski rezultat pre oporezivanja (B) umanjen za troškove finansiranja, koji predstavljaju odbitnu stavku od poreske osnovice (T), pomnožen sa „antix-om " poreske stope (g):[1056]

$$N = B(1-g)-T[1-g)$$

$$N=(B-T)*(1-g)$$

[1054] Isto, str.47.
[1055] Mr S. Orsag, problematika finansiranja poslovanja i razvoja inkorporativnog poduzeća, Institut za javne finansije, Zagreb, 1990., str.55.
[1056] Ibidem, str.55.

Relativna veličina troškova finansiranja računa se kao odnos mase troška finansiranja i glavnice. Bazna formula za izračunavanje relativne veličine troškova finansiranja posle oporezivanja, stoga. glasi:[1057]

$$t'=t(1-g)$$

gde su: t - relativna veličina troškova finansiranja pre oporezivanja i t' - relativna veličina troška finansiranja posle oporezivanja.

U tom kontekstu, ako je g = 0, onda nema ušteda na porezima (pošto troškovi finansiranja ne predstavljaju odbitnu stavku od poreske osnovice). Relativna veličina troškova finansiranja pre i posle oporezivanje je potpuno ista. Očita je, dakle, prednost finansiranja iz izvora čija naknada ne ulazi u poresku osnovicu.

U praksi se, međutim, najčešće koristi kamata na dug, koja se, po pravilu, odbija od poreske osnovice. Jedino se u slučaju gubitaka teret kamata ne može olakšati, jer u slučaju gubitaka nema osnovice oporezivanja. Tada su i troškovi finansiranja posle oporezivanja isti kao i pre oporezivanja. Zato je važan rizik od zaduživanja preduzeća, koji naročito dolazi do izražaja u nestabilnim, inflatornim uslovima.[1058]

Finansijska analiza pokazuje nam da sva preduzeća - po pravilu finansiraju projekte zbog profita. Zato je za svaki projekat važno pitanje minimalne stope rentabiliteta kako bi se posle plaćanja poreza na dobit davao jednaki prinos koji dobija onaj koji štedi i pozajmljuje kapital. I upravo minimalna stopa rentabiliteta reprezentuje trošak kapitala, a zavisi od načina finansiranja (poslovni fond, emisija deonica, bankarski kredit, obveznice), strukture investicija i poreskih parametara (poreska sotpa).[1059]

U tom kontekstu, ako minimalnu stopu rentabiliteta pre plaćanja poreza označimo sa s, i prinos na štednju posle plaćanja poreza sa p, onda efektivno poresko opterećenje (ero) iznosi:[1060] ero = (p - s)/p; što u osnovi pokazuje porez na dobit (p - s) u odnosu na dobit (p). U generalnom slučaju, stopa rentabiliteta (profit odnosno dobit) predstavlja se u vidu King-Fullertonove jednačine:[1061]

$$P= [1/(1-t)] \bullet [(1-A)(p+d+\Pi)+d_2vt\Pi]-d$$

gde su: P- stopa rentabiliteta, t - stopa poreza na dobit preduzeća, p - diskontna stopa pomoću koje preduzeće diskontuje prihode, d- stopa amortizacije, Π-stopa inflacije, v-učešće zaliha koje se nerevalorizuju, d_2- udeo investicija u zalihe i A - sadašnja vrednost amortizacije i poreskih olakšica.

[1057] J.C. van Horne , Fundamentals of Financial Management, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, 1971., st. 355.

[1058] E.F. Brigham, Financial Management, The Dryden Press, Hinsolule, 1977 i R. Franks i J. Brovles , Modern Managerial France, J. Wiley and Sons, N.York.1979.

[1059] R.Hall, Tax treatment of deprecation, capital gains and interestin an inflationary economy. Urbane Institute, WASHINGTON, 1981.

[1060] M.a. King i D. Fullerton, The taxation of income from capital, The University of Chicaeo Press, Chieago, 1984.

[1061] Dr M. Kranjec, op. Cit., st.122.

Prinos na štednju posle plaćanja poreza (s) možemo pak izračunati iz sledeće jednačine:

$$s = (1-m)(r + \Pi)-\Pi$$

gde su, m - stopa poreza na dohodak štediša (odnosno zajmodavaoca), r - realna kamatna stopa (odnosno realni prinosi zajmodavalaca), Π - stopa inflacije.

Time se u osnovi dokazuje da način finansiranja nije neutralan prema oporezivanju, jer od kombinacije izvora sredstava za finansiranje investicionih projekata (zbog profita) u krajnjoj instanci zavisi efektivno poresko opterećenje.

10.3. Finansiranje preduzeća i poreska politika

Svako zdravo finansijsko upravljanje i rukovođenje preduzećem implicira uspostavljanje ravnoteže između imobilisanih sredstava i stalnih prihoda preduzeća, s jedne strane, i ravnoteže između sopstvenih sredstava (kapital uz rizik) i pozajmljenih sredstava, s druge strane. Izbori različitih vidova kapitala i tehnika finansiranja u strateškom finansijskom menadžmentu i operativnom finansijskom marketingu ne mogu se validno realizovati bez sagledavanja relevantnih fiskalnih kriterijuma, budući da se dividende i kamate mogu poreski i neporeski tretirati. U zemljama OECD i EU sopstveni kapital kompanija predstavlja sredstva akcionara i beneficije reinvestirane u preduzeće. Između sopstvenog kapitala i sredstava pozajmljenih na dugi i srednji rok uspostavlja se ravnoteža, koja je na "zadovoljavajućem" nivou ukoliko je količnik odnosa između sopstvenog kapitala i pozajmljenih sredstava i po bankarskim kriterijumima. Pokrivanje obrtnog kapitala stalnim sredstvima jeste druga strana ravnoteže, jer celine imobilizacije moraju biti finansirane stalnim sredstvima, kojima se pokriva deo aktivnog opticajnog kapitala.[1062] Konačno, u praksi se javlja i tzv. koncept slabe kapitalizacije (thin kapitalisation), koji se upravo sastoji u fiskalnom povlačenju sredstava pozajmice kao sopstvenog kapitala. I ukoliko su sopstvena sredstva dovoljno na niskom nivou zakonodavstvo može smatrati višak pozajmljenih sredstava sopstvenim kapitalom. Takva "dokvalifikacija" vodi neposrednom oporezivanju isplaćenih kamata "ne kao kamata koje se odbijaju od poreza već kao dividende.

U teoriji i praksi finansiranja preduzeća, sa stanovišta poreske politike, važni su sledeći modeli finansiranja: (1) finansiranje sopstvenim kapitalima (uključujući i samofinansiranje), (2) finansiranje putem zajma i (3) finansiranje tzv. specijalnim tehnikama.

Finansiranje sopstvenim kapitalima se obično razmatra sa stanovišta uloge početnog kapitala, reinvestiranja profita, amortizacije i provizije, inovirane tehnike finansiranja iz sopstvenih sredstava i uvođenja preduzeća na sekundarno tržište. Inicijalni ulozi sopstvenog kapitala (ulozi početnog kapitala) moraju, najpre, biti registrovani, a, zatim, podvrgnuti oporezivanju. No, ulog u društvo (kompaniju) može

[1062] J. Bertrandon i Ch. Collete, Gestion fiscale et finances de I enterpricese, P.U.F. , Paris, 1989.str.159-160.

biti institucionalno podložan (podvrgnut) porezu na preduzeća (profit, dobit),a može biti izuzet od korporacijskog poreza. Ulog u deoničarsko društvo, koji je izuzet od oporezivanja, podvrgnut je taksama u visini od 1%. Ulog u društvo, koji podleže režimu oporezivanja, povlači plaćanje upisne takse od 1 % na ulog u gotovini i porez od 11,40% na dobra (privredni kapital i nekretnine koje ulažu fizička lica društva koja ne plaćaju porez na društva), uz institucionalnu mogućnost smanjenja ili ukidanja takse za uloge na koje se plaća porez na dodatu vrednost nekretnine.

Poreski režim dobiti preduzeća prema pravnoj strukturi različit je idući od zemlje do zemlje. Individualno preduzeće, odnosno vlasnik tog svog preduzeća obavezan je da uključi dobit (ili gubitak), kao rezultat poslovanja preduzeća, u izveštaj o dohotku, koji daje "povod" poreskom zakonodavstvu da razreže porez. Oporezivanje je podjednako kako za udeo članova društva u kolektivno ime tako i za komandite u komanditnom društvu. Deoničarska društva, koja podležu porezu na dobit, plaćaju porez po stopi od 45% na celokupan poslovni profit. Distribuirane dividende do sada nisu predstavljale izdatak koji se odbija od poreske osnovice. Od 1987. godine pojedine evropske vlade (npr. Francuska) donose dispozitive koji omogućavaju deoničarskim društvima da od prihoda, koji se oporezuju, odbiju isplaćene dividende.[1063] Inovirani mehanizam oporezivanja oborio je normalnu stopu od 45% na 33,33% (Francuska), što se može tumačiti kao svojevrsna kupovina "poreskog kredita". Ovoj inovaciji u režimu oporezivanja društava pridodata su oslobođenja od poreza novih preduzeća ili u vidu izuzimanja od poreza tokom prvih godina ili u vidu smanjenja poreza od 50% u toku narednih 2 godine, ali pod uslovom da "dobra sa degresivnom amortizacijom moraju predstavljati dve trećine imobilizacija za amortizaciju korporacije.[1064]

Poreski režim dividendi varira u zavisnosti od toga da li je akcionar fizičko lice ili društvo. Fizička lica kao akcionari imaju pravo na tzv. poreski kredit u nivou od 50% isplaćene dividende. Na isplaćenu dividendu (od 1000 maraka) svaki akcionar plaća porez (po stopi od 40%) ka sledeći način:

Dividenda	1000
Poreski kredit	500
Prihodi za oporezivanje	150
	0
Porez 40%	600
Poreski kredit	500
Neto porez	100

No, ukoliko je akcionar pravno lice koje plaća porez iz dobiti dividende podležu dvostrukom taksiranju, osim ako društvo potpada pod režim matičnih

[1063] Ibidem. str. 163-166.
[1064] Isto. str. 164.

društava i filijala (koje imaju pravo na izuzimanje iz oporezivanja dividendi u visini troškova i izdataka od 5% od dividende i poreskog kredita).

Poreska prednost se jasno vidi, jer režim matičnih društava i filijala ukida dvostruko oporezivanje dividende filijale kod matičnog preduzeća. Matično preduzeće dobijeni poreski kredit prenosi svojim akcionarima u samom procesu redistribucije, pošto ono ne može koristiti "tax credit". Preduzeća svoj realizovani profit žele da reinvestiraju. Dobit se reinvestira direktno i indirektno, odiosno stavljanjem u rezervu i podelom članovima koji žele povećanje kapitala. Direktno reinvestirani profit je fiskalno povlašćeniji, pošto je stavljena dobit u rezervu samo jednom oporezovana u vidu poreza iz dobiti na nivou društva. A ako dođe do kapitalizacije rezervi, onda na scenu stupa tzv. upisna taksa po stopi od 1% za kapitalizaciju u društvima lica koja ne podležu porezu na društva i taksa uloga uvećana za 12% za kapitalizaciju u društvima kapitala.

Amortizacija i provizija jesu, tradicionalno, dve stavke koje ulaze u račune izdataka iako ne odgovaraju efektivnim izlazima kapitala. Fiskalni praktičari, stoga, smatraju da su amortizacija i provizija samo poreske olakšice, koje smanjuju porez ili odlažu plaćanje poreza. Svakoj firmi je u interesu da zaračunava maksimum amortizacije da bi povećala izdatke koji se redukuju iz osnovice za oporezivanje. Degresivia amortizacija, u tom kontekstu, omogućava povećanje samofinaneiranja za iznos učinjene uštede na porezu. Dobitak je evidentan ukoliko se razlika između degresivne i linearie amortizacije pomnoži sa poreskom stopom. Ubrzana amortizacija je, stoga, izuzetno korisna u inflatornim uslovima, budući da osigurava raspolaganje nedevalviranim dinarima za finansiranje tehnološkog razvoja. Posebna amortizacija, koja omogućava povećanje prvog anuiteta degresivne amortizacije, jeste dodatna podsticajna mera koja naglašava odlaganje poreza.

Provizija za ulaganje u inostranstvu reflektuje dobro sračunatu fiskalnu politiku koja može biti dodatni izvor finansiranja preduzeća, koja se implantiraju u inostraistvu. Provizija, po pravilu, ima dve namene: (1) nadoknaditi troškove usled gubitaka i (2) nadoknaditi deo investiranih suma u kapital.

Isplata dividendi u akcijama jeste dopunski izvor formiranja kapitala preduzeća. U poreskom režimu primljene akcije umesto dividende smatraju se dividendom koja podleže oporezivanju. Valorizacija akcija obavlja se putem zvaničnog kursa za kotirane akcije.

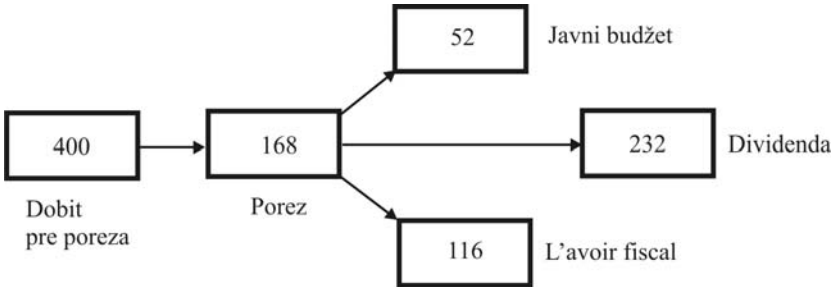
Detaksacija investiranih dohodaka jeste važan segment za odlučivanje vlasnika akcija i obveznica, budući da od obima i strukoture fiskalnih podsticaja zavisi strategija akcionara i finansijskih plasmana. Kreiranje specijalnog fiskalnog instrumeita u formi tzv. L'avoir fiscal jeste važna inovacija fiskalnog režima mobilnih dohodaka, ali bez relevantnih poreskih konsekvencija na štediše. Mehanizam L'avoir fiscal stupa u dejstvo u momentu kada društvo (kompanija,

preduzeće) distribuira dividendu akcionarima (npr. u iznosu od 200 dolara), koji primaju oporezivi dohodak (npr. u iznosu od 300 dolara):[1065]

1) Dividenda 200 dolara
2) L'avoir fiscal 100 dolara
3) Oporezivi dohodak 300 dolara

Ako je marginalna stopa oporezivanja 55% (porez na dohodak fizičkih lica) ukupan porez, koji treba platiti, iznosi 165 dolara. kao proizvod poreske osnovice (u iznosu od 300 dolara), i poreske stope (od 55%). A pošto L'avoir fiscal iznosi 100 dolara, ukupan poreski teret se sada smanjuje na svega 65 dolara (165 - 100 = 65), tj. na onoliko koliko iznosi realni porez. Efektivni dohodak poreskog obveznika posle plaćanja poreza se podiže na 135 dolara (200 - 65 = 135). Sa mehanizmom L'avoir fiscal teret neto poreza sada iznosi 32,5% (65 : 200), a ne 55% koliko je institucionalno zacrtana marginalna poreska stopa. Time je efektivna stopa oporezivanja svedena na 32,5%. Samim tim, mehanizam L'avoir fiscal je eliminisao dvostruko oporezivanje dohodaka između preduzeća i akcionara.

U pogledu preduzeća, situacija je sledeća:



L'avoir fiscal omogućava preduzeću da distribuira 348 dolara posle plaćanja poreza u iznosu 52 dolara i pridodavanja L'avoir fiscal (od 116 dolara) dividendama, u iznosu od 232 dolara. Obračunat porez od 168 dolara (kao proizvod poreske stope od 42% i poreske osnovice u iznosu od 400 dolara), reducirao se na 52 dolara (kao proizvod poreske osnovice u iznosu od 400 dolara i nove efektivne poreske stope od 13%, a ne 42%). Time se u praksi empirijski verifikuje fiskalni podsticaj distribucije.

Finansiranje iz fondova zajma u tradicionalnom finansiranju preduzeća (pozajmljeni kapital) donosi kamate, "koje preduzeće, koje pozajmljuje, može odbiti od poreza", osim isplate kapitala, "koji se ne može fiskalno izuzeti.[1066] Kamate jesu poreski deduktibilne veličine bez obzira što su klasične otplate konstantnog anuiteta zamenjene otplatom na kraju perioda zajma i što se neke pozajmice obnavljaju za participativne deonice. No, u praksi zajmovnog finan-

[1065] Ibidem, str. 200.
[1066] Ibidem, str. 180-183.

siranja preduzeća javljaju se inovativne forme u obliku obveznica sa bonom upisa druge obveznice i participativne pozajmice, koje su fiskalno beneficirane. Naime, upis obveznice, koja sadrži i bon za upis druge obveznice, nosi unapred određenu stopu prinosa sa rizikom, koji poreska politika "olakšava" lepezom poreskih beneficija. Participativna pozajmica pak omogućava matičnom društvu da finansijski podrži filijalu, koja vraća "zajam" uz pratnju izvorne naknade koja sadrži ili kamatu ili učešće u rezultatima poslovanja, ali sa odgovarajućim poreskim beneficijama. Konačno, obveznica sa bonom upisa akcije za preduzeće svodi se na izdavanje klasičnog obveznog zajma kome se dodaju bonovi sa pravom upisa akcija. Nosilac ove obveznice može biti i zajmodavac i punomoćni akcionar. Obveznica sa bonom investitoru daje mogućnost da rasplaže simbolizovanim bonom upisa i da sa određenom sumom uđe u kapital društva sa očekivanim poreskim beneficijama.

Savremena praksa prisiljava preduzeća da posluju sa tehnikom SWAPS. Dve su opcije u primeni. Prva se ogleda u tome što npr. francusko preduzeće, koje duguje 1 milion dolara na određeni rok, može "razmeniti" svoju obavezu sa američkim preduzećem, koje na isti rok duguje 9 miliona franaka. U istom vremenskom trenutku, francusko preduzeće plaća američkom preduzeću 9 miliona franaka i dobija od američkog preduzeća milion dolara. Ova SWAPS operacija omogućava tipično izbegavanje rizika promene kursa. Druga opcija može da se odnosi na društvo koje je pozajmilo sredstva sa visokom fiksnom stopom i sada teži da se refinansira zajmom sa promenljivom stopom. Preduzeće u ovoj SWAPS operaciji vidi svoj način ostvarivanja dodatne marže. Preduzeća za obe opcije imaju pravo da u svoj privremeni račun upišu latentni gubitak da bi stekla pravo na tzv. poresku "proviziju". Na kraju fiskalne godine, preduzeća su obavezna da u svoje poreske rezultate unesu celinu gubitka da bi koristila poreski bonus.

Finansiranje preduzeća putem posebnih tehnika uglavnom se svodi na tzv. leasing i na participativni zajam. Osnovna ideja lizinga sastoji se u tome što preduzeće dobija mogućnost da iznajmi nekretnine umesto da ih kupi, i to bilo prostim zakupom bilo zakupom sa obećanjem kupovine ili prodaje. Zakupnina ovde zamenjuje kamatu. U opticaju su dve tehnike: Lease back i Cross border leasing.[1067].Lease back je prva tehnika za preduzeće, koja se sastoji u tome što to isto preduzeće može prodati nekretninu i potom tu istu nekretninu uzeti u zakup. Favorizovanje ove vrste transakcija vrši se preko društva za finansiranje koja su oslobođena plaćanja poreza. Tim putem preduzeće faktički povećava svoj kapital ili smanjuje svoje gubitke. Cross-borderieasing; (internacionalni lizing) jeste novi "paten" iskorišćavanja različitih poreskih privilegija u različitim zemljama da bi se postiglo vremensko odlaganje oporezivanja i steklo pravo na tzv. degresivnu amortizaciju. Internacionalni lizing jeste i način finansiranja filijala u inostranstvu, ali najviše angažuje društva u zemlji vlasnika i zemlji zakupca. Uspostavljanje internacionalnog lizinga bazira se na korišćenju poreskih prednosti koje se

[1067] Ibidem.str. 187-191.

odobravaju vlasnicima sredstava opreme. A tamo gde se zakupodavac smatra vlasnikom, društvo može koristiti i pravo na degresivnu amortizaciju i poreske prednosti koje se primenjuju na investicije (kakav je inače slučaj sa koncepcijom francuskog fiskalnog prava). Akteri ugovora (zakupodavac i zakupac) da bi uživali poreske pogodnosti internacionalnog leasing-a moraju imati tzv. korisnički poreski položaj, koji omogućava da se transferišu rezultati između društava.

Ustupanje potraživanja/subvencija jeste inovirana tehnika pružanja finansijske podrške filijalama. U tom smislu, društvo može odlučiti da kapital smanji apsorpcijom gubitka i da potom poveća kapital u stilu harmonika - potez ili pak da gubitke filijale indirektno transformiše na matično društvo putem nefakturisanog pružanja usluga, zajmova bez kamata i ustupanja potraživanja. [1068] U oba slučaja, društvo stiče pravo na deduktibilne poreske troškove.

Konačno, otkup preduzeća od strane zaposlenih jeste nova finansijska tehnika pod nazivom LMBO (Lecearage menagement buy out), koja autmatski povlači odobravanjeporeskih prednosti-Preduzeće tehnikom LMBO otkupljuje uz pomoć zajma koji će biti "nadoknađen" kroz budući profit preduzeća. Banke mogu da participiraju u kapitalu koji se može izbaciti na tržište pokretnih vrednosti. Plaćene kamate na zajam se odbijaju od profita društva, kao poreske osnovice.

Tehnika LMBO se odnosi na ustupanje društva novim akcionarima i na stvaranje holdinga čiji je cilj sticanje i zadržavanje više od 50% prava glasa društva koje se preuzima. Ovom tehnikom se lakše dolazi do dodatnih izvora sredstava kroz zajmove i sopstven fondove, a i samo vraćanje zajmova preko dividendi filijale olakšano je specifičnim "poreskim kreditom". Holding uživa poreski kredit jednak iznosu poreza na društva koji filijala duguje na ime prethodne finansijske godine, a u proporcijama prava holdinga u filijali.[1069] Fuzija holdinga i filijale može dobiti naknadni povlašćeni poreski režim, pod uslovom da zaposleni drže većinu glasova posle fuzije. Zaposleni koji otkupe preduzeće po režimu LMBO stiču pravo na uživanje poreskih pogodnosti: (1) prinos u deonicama društva otkupljenog na holding se ne taksira i (2) uzete pozajmice za sticanje deonica holdinga ili otkupljenog društva se na osnovu potvrde mogu iskoristiti za sticanje prava na izuzimanje kamate od dvostrukog oporezivanja, pod uslovom da se deonice čuvaju tokom pet godina.

Kupovina firmi sredstvima iz kredita (Leverage buy-out) vezuje se za finansijske inovacije sa epitetom Arhimeđa finansija zbog korišćenja efekta poluge. LMBO reprezentuje operaciju pomoću koje ulagači kupuju firmu i finansiraju najveći deo akvizicije iz kredita. Kupljeno preduzeće uzima kredite koji služe za plaćanje prodavcu firme. Firma je u celini rekapitalizovana: u njenom stalnom kapitalu, sopstvena sredstva predstavljaju 10-15 % kapitala, a dugoročni zajmovi

[1068] Ibidem.str. 191-193.
[1069] Ibidem.str. 194-196.

čine ostatak sredstava.[1070] Zajmovi se otplaćuju ili iz profita firme, ili iz prodaje određenog dela aktive ili komkbinacijom i jednog i drugog.

Finansiranje LBO se po pravilu, izvodi u tzv. tri dela. U "prvom" delu banke avansiraju 50-60% od procenjene cene u formi garantovanog duga na 7-8 godina sa promenljivom kamatom (mada zajmoprimac snosi kamatni rizik). U "drugom" srednjem delu od 30-40% (zvanom "mezanin") pojavljuje se "zavisni dug" koji je izražen u tzv. džank bondovima (obveznice sa visokom kamatom i sa većim rizikom od klasičnih obligacija). To su obveznice na 10-15 godina sa kamatom 16-18%, koje uključuju sve moguće finansijske imaginacije. Konačno, u "trećem" delu pojavljuju se sopstvena sredstva koja inicijatori LBO unose u firmu kao sopstveni kapital, koji obezbeđuje novim vlasnicima ukupne profite sasvim odvojeno od troškova zaduženja.

Džank bondovi se emituju kao visokoprinosni sa 2-3 poena iznad osnovne kamatne stope, ali i saprovizijom koju banke uzimaju kao savetodavci i kao posrednici koji garantuju plasman emisije. Glavni dobitiici su sami kreatori LBO. koji motre na preduzeća koja imaju "komotan" keš flou i "bogatu" aktivu koja se može lako "utopiti". pre nego što otpočne sam proces LBO. A pošto se kamate na kredite izuzimaju iz poreske osnovice sve do samog kraja otplate kredita firme, kupljena preduzeća na kredit rasterećena su poreskog tereta. U tom kontekstu, "komadanje" preduzeća radi postizanja brže rentabilnosti odgovara "pokretu" prestruktuiranja, jer se logika konglomerata zamenjuje logikom specijalizacije. Diversifikovani konglomerati sada unose zaštitu od cikličnih udara. LBO je i veoma probltačno fiskalno sredstvo za sprovođenje restruktuiranja i za podelu rizika između različitih aktiviosti. Zaduživanje firme putem LBO primorava firmu na smanjenje strukturnih troškova i na replasiranje novca u sektor brzog razvoja i visoke tehnologije, i visoke kotacije na tržištu. Fiskalnim beneficijama smanjuje se rizik na visini očekivanog profita, a sam "sistem" dobija na efikasnosti. Džank bondovi omogućavaju malim i srednjim firmama da izbegnu tiraniju skupih bankarskih kredita neposrednim izlaskom na tržište kapitala i uvođenjem u firme na berzu. LMBO je privlačan, jer povlači obaveznu eliminaciju fiskalnog pritiska na kamate kod džank obveznice. Dividenda se prenosi akcionarima sa automatskim izuzećem iz oporezivanja prihoda, a sopstveni kapital pokriva obaveze visokog rizika. Konačno, novi vlasnici firme jesu i menadžeri firme, koji "jure" za brzim dolarom.

[1070] D. Vuković, Kupovina firmi sredstvima iz kredita, Jugoslovensko bankarstvo 4/91.

10.4. Fiskalna politika, berze i finansijska tržišta

10.4.1. Mikroekonomska fiskalna politika, privatizacija i finansijska tržišta

Savremena država podstiče diversifikaciju preduzeća poreskim pogodnostima i fiskalnim mehanizm ima podstiče preduzetnički stil upravljanja. Moderna država štiti tzv. istorijsko poslovno jezgro firme dodatnim poreskim stimulansima. Čak i izbor menadžmenta dobija privilegovani poreski status. Strukturalistička fiskalna politika posebno podržava vlasnički aktivizam u procesu reprivatizacije javnog sektora, ubrzava nominovanje vlasnika u transformaciji preduzeća i otklanja barijere za investiranje potencijalnih investitora. Za privrede u tranziciji izuzetno je važno da država finansijski pokriva jaz između menadžerskog upravljanja rizikom i vlasničkog snošenja rizika u formi kreiranja specijalnih fondova riziko kapitala koji se poreski alimentiraju iz budžetske kase.

Za tržišni mehanizam privređivanja karakteristična je pluralizacija vlasničkih odnosa i diversifikacija svojinskih struktura, koje po pravilu slede fuzije, razdvajanja, stečaji, likvidacije, bankrotstva, kupoprodaje preduzeća i prodajnih delova finni, kako bi se promenili titulari svojine. Za to postoje i poslovni i poreski motivi: (1) poslovni motivi su, u pravilu, vezani za tržišno privređivanje firme i profitabilnost preduzeća i (2) fiskalni motivi su vezani za utvrđivanje vrednosti preduzeća kao materijaine osnovice za obračun i uplatu poreza i doprinosa. Dakako, tu je prisutan i poslovni rizik, koji reflektuje neizvesnost u procesu realizacije očekivanog poslovnog dobitka, kao prinosa za poslovna sredstva. Njega sledi itzv. finansijski rizik koji je uslovljen nezavisnošću budućeg neto dobitka kao prinosa na sopstvena poslovna sredstva. Finansijski rizik je utoliko veći ukoliko postoji realna pretnja, da cena pozjamijenog kapitala bude veća od stope prinosa na ukupna poslovna sredstva. Finansijski rizik se povećava sa porastom visine rashoda finansiranja, koji zavise od visine pozajmljenih izvora, visine kamatne stope, visine plasmana i kamatnih stopa na plasmane, i nivoa poreskih stopa. Zato je fiskalna politika prisutna na tržištu finansijskih rizika da ublaži udare i neutrališe šokove.

U tržišnim privredama je za savremenu državu važan finansijski položaj kompanije, koji je determinisan strukturom izvora finansiranja, odnosno strukturom kapitala.[1071]U tom kontekstu, sopstveni kapital, koji nije fiskalno opterećen, čini firmu finansijski nezavisnom i samostalnom, jer je manji stepen zaduženosti izraz veće finansijske sigurnosti preduzeća. Zato je važno da racionalna poreska politika igra na kartu projektovanja takve strukture kapitala u kojoj je odnos između tuđeg dakle, i dalje egzistira.

[1071] P. Picard, Elements de microeconomie, Monchrestien, Paris, 1992.

U savremenim tržišnim uslovima različiti oblici preduzeća imaju. po pravilu, različitu strukturu kapitala, odnosno finansijsku strukturu.[1072] Najdiversifikovaniju strukturu kapitala, a svakako, imaju deoničarska društva koja se finansiraju kapitalom iz internih izvora (akumulirani dobitak i amortizacija) i ekstemih izvora (pozajmljeni i akcijski kapital). Poreska politika, u tom kontekstu, mora položiti svoj najteži ekonomski ispit: stimulisati razvoj kapitala iz internih izvora i ne penalizovati razvoj pozajmljenog kapitala, i, posebno, akcijskog kapitala, koji se pribavlja emisijom i prodajom običnih i preferencijalnih akcija. U inicijalnoj fazi razvoja akcijskog kapitala, poreska politika treba neutralno da deluje na cenu kapitala pribavljenog emisijom hartija od vrednosti. budući da se ta cena kapitala javlja kao diskontna stopa koja niveliše sadašnju vrednost izdavanja gotovine po osnovu akcija sa sadašnjom vrednošću primanja gotovine po osnovu prodaje deonica. Rečju, cena kapitala reprezentuje realne troškove finansiranja preduzeća bez poreske ingerencije. Viši nivo poreske privilegije može se pojaviti kod internog izvora, koji nominuje tzv. akumulirani dobitak, pošto se cena akumuliranog dobitka može predstaviti putem oportunitetnih troškova, koji zapravo reflektuju cenu akcijskog kapitala.[1073]

U savremenoj praksi tržišnih ekonomija poznate su dve opcije prestrukturiranja firme: (1) opcija strategijskog prestrukturiranja i (2) opcija finansijskog prestrukturiranja. Prva opcija inkorporira restrukturalizaciju poslovnog portfolija, reviziju sistema upravijanja i rukovođenja, reprogramiranje troškova i dugova, redefinisanje menadžmenta i marketinga, i izmenu investicione strategije i rasta firme: dok druga opcija implicira povećanje leveridža, prodaju firme, rasprodaju određenih delova preduzeća, program otkupa akcija i otpise. Konačno, poslovno restruktuiranje orijentiše se na proces povećanja ekonomske vrednosti firme i sticanja neprikosnovene konkurentske prednosti, što racionalno osmišljena fiskalna politika mora da prati selektivnom poreskom politikom i podsticajnom budžetskom politikom. To bi u osnovi moglo da reflektuje svojevrsnu inovaciju ekonomske ponude na mikro nivou čija fiskalna formula podstiče štednju, rad, inicijativu, ulaganja i konkurenciju.

Moderna tržišno usmerena fiskalna politika treba da podržava faktoring kao poslovni aranžman između komitenta (poslovnog subjekta) koji prodaje svoja potraživanja od kupca i faktora (poslovnog subjekta) koji kupuje ta potraživanja. Kupoprodaja između faktora i komitenta treba da ima neporeski tretman iz razloga štos se jedna oblik izvora sredstava nižeg stepena sigurnosti (potraživanja) konvertuje u drugi izvor sredstava višeg stepena sigurnosti (raspoloživa novčana sredstva). Iznos gotovog novca je manji od iznosa fakturisanog potraživanja za iznos troškova naplate potraživanja i kamate na dati avans, i, eventualno, za rezerve za moguć i rizik u naplati potraživanja. I komitenta (koji je potraživanje

[1072] Finance in a Theory of Business Cycle, Blackwell, Oxford, 1992.
[1073] Dr Žarko Ristić, Fiskalni menadžment, Savremena administracija, Beograd, 1995.

od kupca pretvorio u gotov novac) i faktora (koji je postao novi poveriiac) ne treba oporezivati, pošto doprinose poboljšanju finansijske strukture preduzeća.[1074]

I forfeting, koji predstavlja poslovni aranžman između forfetera (poslovni subjekt), koji kupuje potraživanja i komitenta (poslovni subjekt), koji prodaje dotično potraživanja, treba da ima specijalan fiskaini tretman bilo u formi kvantitativno savremene poreske olakšice bilo u formi potpunog poreskog osobođenja (pošto se prodaju potraživanja sa rokom dospeća od 6 meseci do 6 godina). U forfeting aranžmanu, svaki forfeter kupuje potraživanje u nominalnom iznosu po odbitku kamate i bankarske provizije. Država poreskim putem pomaže razvoj ovog izvora sredstava, uz obaveznu liberalizaciju domaćeg tržišta i njegovu atraktivizaciju za inostranog kupca (pošto forfetiing ima za predmet kupoprodaje potraživanja od strane kupca). No, cena koštanja forfetera mora biti poreski korigovana i za iznos prihoda koji potiču od ugleda komitenta.

Makroekonomsko fiskafno upravijanje jeste moderna funkcija organizovane države kojom se obezbeđuje dinamička stabilnost privrednog rasta. postupna transformacija ekonomskih struktura, visok stepen preduzetničke sigurnosti, slobodan pristup resursima, razvijena mreža privredne infrastrutkure, ravnomerna difuzijia tehnoloških inovacija i akceleratorski razvoj instituta za fundamentalna i aplikativna istraživanja, centara za razvojna istraživanja, instituta za ekspertne analize i specijalizovanih ustanova za lansiranje privrednih tehničkih i naučnih informacija. Internacionalizacija proizvodnje i monetarizacije tržišnih transakcija doprinele su da se država pojavi kao moderni subjekt usmeravanja i koordinacije razvoja, kao participant u finansiranju infrastrukture i kao moderator nove privredne strukture (preuzimanjem tzv. ktitorske uloge) i kao afirmator strategijskog menadžmenta (kao novi naučni pristup u upravljanju razvojem, odnosno budućnošću).

Sistem poreske podrške preduzetništva i malog biznisa naročito je razvijen u SAD, Japanu, V.Biitaniji, Nemačkoj, Holandiji, Francuskoj i Švedskoj. Tome se obični priključuje razgranata mreža institucija za sprovodenje programa podrški, kao što su državne i paradržavne, profitne i neprofitne institucije i organizacije. Stvorena je, zapravo, razvojna koalicija, koju komponuje vlada (sa svojom ministarstvima i agencijama), obrazovne institucije, finansijske institucije, konsultantske organizacije, i preduzetnici sa svojim asocijacija. U tom kontekstu, za podsticanje razvoja malih i srednjih privatnih preduzeća i preduzetništva važno je (a) vladina pomoć u stvaranju povoljne klime za biznis, (b) vladina pomoć u osiguranju finansijskih sredstava, (c) pomoć države u informacijama, (d) pomoć malim firmama u obuci kadrova i (e) pomoć u poboljšanju sistema obrazovanja.

Stvaranje povoljne biznis klime reflektuje proces obezbeđenja uslova za opstanak i rast firme, i nagrađivanja privredne inicijative i poslovnog uspeha). Deregulacija i privatizacija zajedno sa razbijanjem monopolskog ponašanja i anti-

[1074] Grupa autora, Mikrosimulation in der stenerpolitik.Heidelberg, Physica. 1992.

konkurentske prakse kreirale su nove prostore za male firme. Rast vladinih porudžbina reducirao je nesigurnost u malom biznisu i proširio preduzetničku inicijativu. Vladino podržanje projekata, koji promovišu preduzetnički duh i minimiziraju rizik, dopunski stimuliše biznis klimu. Smanjenje stope oporezivanja dobiti firme, povećanje iznosa profita koji se ne oporezuje, ukidanje poreza za dohodak od investicija, povećanje koristi od reformisanja oporezivanja nasleđa, ukidanja taksa na doživotne poklone kapitalnih dobara i promene u oporezivanju dodatne vrednosti (nakon uvodenja TVA) jesu specijalni fiskalni repertoar savremene države koja podržava brzi rast malog biznisa i srednjih preduzeća.

Vladina pomoć u obezbeđenju finansijskih sredstava sastojala bi se u formulizaciji programa pomoći preduzetnicima kako bi što veći broji nezaposlenih (naročito mladih stručnjaka) podstakao na formiranje tzv. soptsvenih firmi samozapošljavanja sa neporeskim tretmanom od 3-5 godina, pod uslovom da nadoknadu za nezaposlenost ne primaju duže od godine dana. Ovaj programa pratio bi program garantovanih zajmova, po osnovu kojih država garantuje 75% zajmova koji se odobravaju malom biznisu na period od 3-10 godina. Država daje garancije bankama koje odobravaju zajmove malim firmama, s tim što država za svoje usluge naplaćuje premiju u iznosu od 1% kako troškovi ne bi pali na teret državnog budžeta. Najzad, ovaj program pratio bi program za ekspanziju rasta firmi i sa perspektivnim potencijalom za rast konkurentske snage, koje bi emitovale akcije oslobođene od poreza. Ministarstvo za finansije bi davalo specijalne pomoći za specifične aktivnosti i specifične regione (nerazvijene). Inovativne male firme bi dobijalne povoijne kredite.

Država bi, nadalje, pružala pomoć malim firmama u obuci kadrova i podizanju kvaliteta ljudskog faktora, kao nerazdvojni deo dugoročne strategije podizanja konkurentske sposobnosti, povećanja profita na dugi rok i ekonomskih performansi malih i srednjih preduzeća privatnog tipa. Poslovni programi za biznis i agencija za obuku radne snage pri određenim ministarstvima omogućili bi besplatne konsultantske usluge vlasnicima malih firmi u pripremi biznis planova i ekspertsku pomoć za unapređenje menadžmenta i marketinga, dotirane konsalting usiuge u korekciji poslovne strategije i sticanja specijaiističkih znanja, i finansijsku pomoć za inovativne projekte. Specijalne programe za obuku mladih (nezaposlenih) koji streme sopstvenom biznisu, lansiralo bi ministarstvo za obrazovanje i nauku u formi sopstvenog programa inoviranja znanja sa radikalnom strategijom obuke za biznis i preduzetništvo. Ovaj program koordinirao bi se sa programom pomoći malim firmama.

Program pomoći države u informacijama malim firmama išao bi preko agencije za razvoj i lokainih preduzetničkih agencija čiji bi se rad alimentirao kroz sponzorstvo sa neograničenim neporeskim tretmanom. Konsultanti bi formirali Institut za biznis konsalting, koji bi promovisao najnovija iskustva iz strateškog menadžmenta, menadžment marketinga, finansijskog menadžmenta i tehnološkog menadžementa. Finansijske potpore bi išle na teret poreskih prihoda bu-

džeta kao nagrada za diversifikaciju programa konsultantskih šema. Razvoj mreže poslovne kooperacije doprineo bi uspostavljanju partnerskih odnosa preko Evropskog informacionog centra pri Privrednoj komori, koji bi se finansirao iz dotacija i refundiranih poreza. U krajnjoj instanci, kreirao bi se Preduzetnički inkubator u kome bi »odlegali« menadžeri i firme i ideje.

Isprobani način privlačenja kapitala stranih kompanija reflektuje tzv. detaksaciono poslovanje privatnih preduzetnika bez plaćanja poreza na ostvareni prihod (dobit firme) za određeni broj godina, koji obično seže od 7-11 godina. Tako se fiskalnim putem dugoročno stimuliraju ulaganja inostranih partnera u razvojne projekte zemlje koja nudi specijalne fiskalne beneficije i koncesije. Vreme potpunog mirovanja poreza jeste vreme fiskainih privilegija koje može strancu da omogući i (1) sticanje vlasništva nad domaćim preduzećem, (2) obezbeđenje dozvole za sticanje vlasništva nad zemljištem,(3) pravo na oslobođenje od plaćanja carina, (4) pravo na oslobađanje (delimično ili u potpunosti) od plaćanja poreza na dohodak fizičkih lica, (5) dobijanje povlastica u pogledu oporezivanja dividendi, itd. Fiskalni tretman stranih ulaganja mogao bi se tokom vremena diversifikovati sa stanovišta stabilnosti uslova ulaganja izvoznica kapitala kako bi se dugoročno postigla transparentna investiciona klima za strane uiagače. Utemeljenje je rađeno sa osnivanjem Multilateralne agencije za osiguranje ulaganja (MIGA) u okviru Međunarodne banke za obnovu i razvoj, koji ima za ciij osiguranje i reosiguranje inostranih ulagača od nekomercijalnih rizika. MIGA, naime, pruža garancije protiv ograničenja transfera sredstava, raskida ili neispunjenja ugovora, rata i državnog udara, osigurava investicije i investitora od rizika, i nadoknađuju štetu.

Uporedo sa fiskalnim beneficijama, određene zemlje uvoznice kapitala propisuju za inostrane investitore iz zemalja izvoznica kapitala i određene obaveze. Bangladeš, na primer zahteva 5-30% prihoda stečenog za vreme trajanja potpunog oslobodenja od plaćanja poreza na dobit kompanija, od stranca da ulože u vladine obveznice na koje se, inače, plaća kamata. Ako je kamata na državne obveznice niža od tržišne kamate onda se radi o prikrivenom porezu na dobit preduzeća. A ako je kamata na državne obveznice viša od tržišne kamate onda se radi o regresiranju kamate. Obala Slonovače, npr. propisuje obavezu finansiranja Nacionalnog fonda za investicije putem poreza na dobit preduzeća u visini od 10% - Taj porez se oficijelno može izbeći ukoliko investitor kupuje državne obveznice u istom obimu.

Pored iznetog, sada se unose i nova rešenja u vezi sa porezom na dohodak zaposlenih, koji mogu, u periodu oslobodenja od poreza, biti vrlo stimulativna ukoliko je propisima zemlje uvoznice kapitala omogućena podeia dela dobiti, koji bi, nakon takve podele, bio izuzet od oporezivanja na individualnom nivou...[1075] Takvo rešenje, po pravilu, stimuliše investitora da prebaci oporezivi prihod iz svojih posnovnih jedinica u preduzeće u kome se taj prihod oslobada od poreza na

[1075] M. Mintz, Corporate Tax Holidays and Investment, The World Bank Economic Review 1/90., str.88-89.

izloženi način. Isto tako, poreske priviiegije za inostrane kompanije kao investitore treba da uključe i iznose amortizacije kao odbitne stavke od poreske osnovice za obračun poreza na dobit. Jer, ako se vremenska amortizacija realizuje nakon isteka vremena poreskog oslobodenja, onda iznos amortizacije nije više odbitna stavka. Tada ekonomski neamortizovana imovina sivara prihod koji je podložan oporezivanju. Zbog toga se ubrzana amortizacija (otpis sredstava) mora odložiti za period koji sledi po isteku vremena poreskog oslobodenja. U tom slučaju, inostrani investitor može koristiti obe metode: (1) poresko oslobodenje tokom perioda u ome se ne plaća porez iz dobiti i (2) ubrzanu amortizaciju po isteku perioda poreske privilegije, koja se odbija od poreske osnovice. Samo se u tom slučaju fiskalni podsticaji vremenski produžuju i kvantitativno povećavaju sa sračunatim efektima na dugoročna ulaganja.

U tržišnim privredama poreska politika utiče na izbor instrumenata štednje i plasmana ušteđenih resursa, no biznis problem je i prodaja tzv. proizvoda osiguranja života. Za taj biznis interesuju se i banke, budući da već osnivaju akcionarska osiguravajuća društva, koja nude i prodaju »privrede« osiguranja života i penzija svojim klijentnim bazama, za vodeće evropske banke (tzv. lideri) prodaja substituta štednih uloga postala je atraktivan izvor prihoda. Tome se prilagodila većina evropskih poreskih režima, koji obezbeđuju specijalne pogodnosti za plaćanje premije i tekuće dohotke polise osiguranja u formi oslobođenja od poreza na premije. Nominalna vrednost oslobođenja od poreza se kalkuliše za mešovito osiguranje života primenom marginalne poreske stope primenljive za prosečne zarade. Grupno osiguranje je potpuno izuzeto iz poreskih tretmana jednako isto kao i osiguranje sa određenim rokom u vezi sa dotiranim zajmom za stanove.

Multinacionalne kompanije, poput Captive Insurance Company, mogu zajednički formirati off shore banku koja ne podleže deviznoj kontroli i koja je oslobođena plaćanja poreskih obaveza. Off shore kompanije osnivaju off shore banku, koja se bavi poslovima međunarodnog kreditiranja, kupoprodaje inostranih dugovanja, izdavanja garancija, liznog aranžmana, plaćanja u međunarodnom prometu roba i usluga bankarskih transakcija sa gotovinom bez ograničenja, primanja bankarskih depozita (uplata stranaca u stranoj vaiuti) i odobravanja zajmova, koji su povoljniji zbog poreskih olakšica koje uživa off shore banka. Stimulativna poreska politika podstiče rast finansijskih trasakcija kroz off shore bankarstvo na taj nafein što profit koji ostvari klijent off shore banke biva oslobođen od plaćanja poreza na dobit. Isto tako, off shore banke svojim klijentima daju više kamate i nude mogućnost oslobadanja od poreza na osivareni profit od kamata. Posredstvom poreskih olakšica i oslobodenja off shore banka postaje gotovo idealna šansa za osnivače da reiativno brzo akumuliraju zdrav bankarski kapital, koji je oslobođen od poreza i devizne kontrole. Poslovanjem kroz off shore banku formira se i imovina osnivača banke, koja se može držati kroz off shore trust, odnosno kroz off shore investment holding kompaniju i to bez plaćanja poreza na profit od upotrebe imovine u državi u kojoj vlasnik imovine, kao osnivač banke,

ima status rezidenta. U tom kontekstu, svaka država, koja teži da privuče inostrani kapital kroz ulaganja u off shore banku valja prilagoditi poreske propise u smislu potpunog oslobodenja od plaćanja poreza na profit off shore banke i od plaćanja poreza na profitkoji vlasnici off shore banke ostvaruju kao svoju dividendu (odnosno zarade bez poreza). Na taj način, fleksibilna država, efikasnom i racionalnom poreskom politikom, stimulira razvoj off shore bankarstva. No, pored bankarskog biznisa, određene države izuzetnu pažnju posvećuju i razvoju off shore turističkih centara i, naročito, off shore kompanija, koje se bave međunarodnom trgovinom, odnosno tzv. reeksportom. A to je od posebnog značaja za našu zemlju u kojoj bi off shore kompanija bila registrovana radi kupovine robe u Hong Kongu i prodaje robe u Andori. U tom slučaju, roba bi se iz Hong Konga direktno upućivala u andoru, a profit ostvaren od kupoprodaje ostajao bikod nas , ali bez obaveze plaćanja poreza. Off sshore kompanije ne bi plaćale porez na profit, a vlasnici off shore kompanije ne bi plaćali porez na dividende. Time bi se doprinelo razvoju off shore poslovnih i finansijskih centara, uključujući i shipping kompanije i, naročito trusts kompanije (koje su pogodne za akumuliranje zdravog kapitala, oslobođenog od poreza, kojim se može slobodno raspolagati u skladu sa preferencijama vlasnika).

Savremeni razvoj fiskalne politike ogleda se i na planu poreskih podsticaja diversifikacije posnova na finansijskim tržištima,[1076] budući da su kupoprodaje novčanih, kapitalnih i deviznih transakcija centralni stubovi internacionalizacije proizvodnje i finansiranja razvoja, liberalizacije tržišta i spoljne trgovine, i globalizacije finansijskih odnosa. U tom kontekstu, fiskalna politika treba da podržava razvoj promene kupoprodaje deviza (odnosno kasa ili spot kupljene i prodate devize) i terminske kupoprodaje deviza, i da upliviše na inovaciju finansijskih instrumenata na tenninskom internacionalnom deviznom tržištu novca. U svim finansijskim transakcijama, i za kupca i za prodavca novčanih sredstava (deviza, kapitala, hartija od vrednosti) egzistira riziko neizvršavanja doznake, kamatni riziko i devizni riziko koji tržišno orijentisana fiskalna politika treba da ublaži. Oblici obezbeđenja od kursnog rizika mogu biti i terminske devizne transakcije, swop (svop) poslovne operacije, opcije i futeres (fjučers) ugovori[1077] Ovi oblici osiguranja deviznog rizika reprezentuju nove bankarske operacije i fundamentalne finansijske instramente na međunarodnom tržištu novca i kapitala, koje štiti i podržava ekonomski sračunata strukturna fiskalna politika. Poreska politika mora biti efikasna i racionalna kada je u pitanju devizni i kamatni svop, kojim se trguje na internacionalnom tržištu novca, odnosno kapitala, sa ciljem da se eliminiše devizni, odnosno kamatni rizik. Isto tako, važna je i fiskalna podrška valutnim opcijama, koje reprezentuju hartije od vrednosti kojima se trguje na terminskom opcionom tržištu, Tu je bitan neporeski tretman prava iz opcije. Kod tržišnih

[1076] D. Blake, Financial Market Analysis, Maiden head, Mc Grow-Hill, 1992.st.1989.

[1077] G. Connor, Hedging, u J. Eatwel, M. Milgate i P. Newman (Ed) , Finance, Mac Millan, London 1989. Sstr. 164-171.

operacija sa fjučers ugovorima je, pak, važna poreska zaštita od rizika nesolventnosti i fiskalna bonifikacija za tzv. inicijalnu maržu, koju deponuju i kupac i prodavac. Vrednosni papiri i euro-dolarski depoziti na tržištu kratkoročnih fjučers standardnih finansijskih instrumenata nose kamatne stope (cenu), koje se formiraju na osnovu tražnje i ponude, i na osnovu međuzavisnosti između kamatne stope na cash tržištu i kamatne stope na fjučers tržištu, čije razlike »pegla« fiskalna politika kamatno egalizirajućeg tipa (eliminisanje kamatnog rizika).

Ulaganje kapitala u kupovinu hartija od vrednosti (akcije, obveznice, obligacije, hipotekarne založnice) obavlja se praktično na bazi efekata, kao specijalizovanoj instituciji tržišta kapitala i dugoročnih hartija od vrednosti, odnosno na sekundardnom tržištu efekata na kome se obavlja tzv.kupovina iz druge ruke (ili kupovina i prodaja emitovanih i plasiranih efekata na primarnom tržištu). U tom kontekstu, razvojna fiskalna politika ima za zadatak da promoviše rast kapitalnih transakcija, da eliminiše kursni rizik, kao rizik između promptnog (berzanskog) kursa i terminskog kursa, i da spreči krah investitora koji svoje kapitale ulaže u kupovinu akcija.

Pored toga, fiskalna politika treba da podrži diversifikaciju sredstava na zaštitu od kursnog rizika, poput fjučersa (koji implicira inicijalnu maržu kao garanciju), opcija, (koje impliciraju kauciju u formi tzv.premisije opcije) i svopova (koji impliciraju poslovne transakcije kupoprodaje i zamene reprogramiranih dugova). Učesnike u fjučers ugovorima na tržišnim operacijama na fjučers berzama fiskalne politike treba zaštititi od kursnog rizika promena kamatnih stopa. Radi se o tzv. hedgersima, kao preduzetničkim subjektima (banke, firme, izvoznici), ali ne i o tzv. trodersima (tj. špekulantima). Zaštita je naročito važna za efekte sa fisknim prihodima i za dugoročne obveznice. Isto tako, fiskalna politika treba zaštiti i kupca i prodavca opcija usled rasta potencijalnih gubitaka (bez obzira da li se radi o tzv. call opciji ili tzv. put opciji). Konačno, specijalni režim fiskalnili beneficija, koncesija i bonifikacija treba da prati razvoj diversifikovane strukture svopova, a u prvom redu (1) zamenu jednog duga za drugi dug, (2) zamenu duga njegovim otkupom od strane dužnika, (3) zamenu duga za obveznice (debt-securization swap), (4) zamenu duga za robu i usluge i (5) zamenu duga za kapitalnim učešćem i investicijama (debt-equituy swap). U tom kontekstu, prezadužena država treba specijalnim fiskalnim pogodnostima da podsti;e direktnu konverziju duga za robu i usluge dužnika, otkup duga po osnovu potraživanja od izvoza roba i usluga, kupovinu sopstvenog duga na sekundarnim tržištima sa diskontom, ulaganje kapitala od prodaje duga u kupovinu kontrolnog paketa akcija, konverziju duga u dužničku valutu koja se kapitalno ulaže u investicije zemlje dužnika i ulaganje dužnika u kupovinu obveznica koje emituje poverilac po berzanskom kursu uz umanjenje za diskont. Najzad, fiskalna politika zadužene privrede treba da stimulira razvoj cesije pri kupoprodaji prestrukturiranih dugova, kao i »novacije« i »subparticipacije«.

Eskalacija inflacije i krize, fleksibilitet deviznih kurseva i varijabilitet kamatnih stopa inducirali su rastući trend kamatnog i deviznog rizika sa relativno značajnim potencijalnim gubicima u profitu, erodiranjem bankarskog kapitala i divergentnim kretanjem ponude i tražnje na finansijskom tržištu. Hedžing investicione strategije sada koriste banke u funkciji minimiziranja kamatnih i kursnih rizika posredstvom transakcija na robnom i finansijskom tržištu. U okviru finansijskog hedžinga kombinuju se efektivne i terminske transakcije sa finansijskim instramentima koji divergentno reaguju na promene deviznog kursa (valutni hedžing) i na promene kamatne stope (kamatni hedžing), mada i kombinacija efektivnih transakcija i transacija na tržištima rizika (tržište opcija i svopova) daje relativno dobre performanse u realizaciji hedžinga. Razvojno orijentisana fiskalna politika treba da podstakne bum hedžing transakcije, putem kojih banke kreiraju nove finansijske instrumente za transfer rizika. Realokacija i redistrbucija kamatnog i kursnog rizika forsiraju se razvojem fjučersa, forvardsa, opcija i svopova u okviru transakcija na zvaničnim i nezvaničnim tržištima (berze i OTC tržišta), pod uslovom da strukturalistička fiskalna politika, direktno i indirektno, reducira potencijalne rizike delovanjem na sve tri faze hedžing transakcija (faza monitornog rizika, faza predviđanja promena kamatnih stopa i deviznih kurseva i faza nominovanja hedžing instrumenata koji minimiziraju rizik). Time bi radikalna fiskalna politika doprinela ostvarivanju ciljeva poslovne politike modernog finansijskog menadžmenta preduzeća i banaka, i akceleratorskom razvoju upravljačkih finansija i korporativnog finansiranja u tranzitornom periodu finansijske revolucije bankarskog preduzetništva i finansijskog menadžerstva. Moderno fiskalno upravijanje sa strategijskira poreskim planiranjem i budžetskim inženjeringom (javni izbori i novo organizaciono ponašanje države), stoga, mora biti readaptirano rizičnom finansijskom okruženju sa novom funkcijom koordiniranog upravljanja aktivom i pasivom preduzeća, banke i države. Kooperativnost između monetaniog, bankarskog, finansijskog i fiskalnog menadžmenta je, dakle, biznis neminovnost u operativnom i strategijskom menadžmentu i marketingu.

Naša nova poreska politika mora biti razvojno orijentisana kako bi deregulacijom, reprivatizacijom i liberalizacijom ubrzala ekspanzivni trend tržišne privrede.[1078] Zato i sva investiciona ulaganja treba oslobadati od poreskih nasrtaja tokom narednih 5-7 godina, s tim da po isteku 7 godina treba institucionalno ugraditi mehanizain »poreskog kredita« (kakav inače egzistira u razvijenim tržišnim ekonomijama OECD i EZ). U novokreiranom razvojnom ambijentu, strane kompanije plaćale bi najniži porez u Evropi. Korporacijski porez bi iznoslo 1-4% ostvarenog neto dobitka. Fleksibilna poreska politika omogućila bi ubrzano otvaranje off shore kompanija i off-shore bankarskih jedinica sa oporezivanjem profita od 1% sa snažnim dugoročnim dodatkom svežeg kapitala i sa čvrstom poslovnom kooperativnošću sa poslovnim svetom. Nova ekonomska politika dr-

[1078] S. Komazec, Ž. Ristić i S. Vučićević, Finansijska ekonomija, Savremna administracij ,Beograd, 1993.

žave u petogodišnjem tranzitornom periodu omogućiia bi (preko podsticajne poreske politike) potpuno oslobađanje od poreza za sve vlasnike hartija od vrednosti i sve devizne štediše. Razvojna fiskalna politika podsticala bi otvaranje slobodnih carinskih zona sa brzim protokom robe, kapitala i tehnologije. Drastičnim reduciranjem carina država bi pojačala delovanje inostrane konkurencije na domaću proizvodnju i unutrašnje tržište, naročito u pravcu razbijanja monopolskih jezgara.

Stimulativna poreska politika bi na srednji rok ukinula oporezivanje zarada i to sve dok se ne dostigne nivo razvoja srednje razvijene evropske zemlje i nivo zarada u srednje razvijenim zemljama. Ekstra zarade i plate monopolista i rentijera progresivno bi se fiskalno zahvatale u korist socijalnih fondova dok traje privatizacija (a nakon toga u budžete lokalnih samouprava). Ukidanje poreza na zarade pratiio bi ukidanje doprinosa, osim doprinosa za socijalno, zdravstveno i penzijsko osiguranje, čije stope ne treba da budu više od 10% od zarade (s tim što 50% tereta pada na poslodavca). Progresivni porezi bi se uveli na zemlju koja se ne obrađuje, na poslovni prostor koji nije u funkciji, na opremu koja se ne koristi. Neiskorišćeni i nedovoljno korišćeni proizvodni kapaciteti, takođe, bi se fiskalno penalizovali u naredne 3 godine. Luksuzna (domaća i uvozna) potrošna roba dopunski bi se oporezovala porezom na dodatu vrednost. Novoosnovana privatna mala i srednja preduzeća bila bi oslobođena plaćanja poreza tri godine u urbanim centrima, pet godina u depresiranim regionima i nerazvijenim podmčjima, i sedam godina u pograničnim opštinama i brdsko-planinskim područjima.

Razvojno struktuirana fiskalna politika bila bi transparenta i stabilna. Tvrda poreska ograničenja eliminisala bi nominalno usidrena meke budžetske rashode države i to bez deficitarnog finansiranja javnog sektora kresanja budžetskih rashoda sa imperativima reprivatizacije (dela) državne administracije i sa prenošenjem dela javnih usluga na privatne firme. Formiranje poreskih prihoda na nižem nivou usloviće finansijsko prilagođavanje budžetskih rashoda države i to bez deficitarnog finansiranja javnog sektora iz primame emisije. Eventualnu diskrepciju između fiskalnih prihoda i javnih rashoda država će popunjavati samo na finansijskom tržišlu sredstvima zajmovnog finansiranja. Limit bi iznoslo 3-5% društvenog proizvoda, s mogućnošću javnog uvida u celokupnu strukturu javnih troškova države i javnih zajmova, koji ne mogu da predu nivo ukupne vrednosti državne imovine.[1079] Samo u takvim uslovima porezi bi predstavljali finansijsku nadoknadu poreskog obveznika (građanina) svojoj državi za dovoljnu proizvodnju i privrednu distribuciju javnih dobara i usluga u oblasti obrazovanja, nauke, zdravstva, odbrane i sudstva (u skladu sa javnim izborima, javnim marketingom i javnim menadžmentom). Time se doprinosi smanjenju utaje poreza i reafirmaciji poreskog morala. Mali porezi su ipak najbolji lek za evaziju poreza.

[1079] S. Komazec, Z. Bingulac, Ž. Ristić i S. Vučićević, Strategija poslovnog finansiranja, Viša poslovna škola, Beograd, 1993.

10.4.2. Strukturna fiskalna politika prestruktuiranje i berze

Intelektualni izazov nove klasične makroekonomije po pravilu daje negativni odgovor na pitanje da li budžetski deficit apsorbuje privamu štednju, da li javni dugovi smanjuju privatnu potrošnju za obveznicama proizvodnih kapitalnih ulaganja i da 1i se teret javnog duga prebacuje na buduće generacije. Ovi teoretičari smatraju da se, ukoliko javni rashodi nisu pokriveni iz tekućih poreza, izlaz nalazi ili u prodaji kamatonosnih obveznica ili štampanja novca. I ako se pristupi zatvaranju „rupa“ u budžetu prilivate preko nenovčanog duga, gra]ani već znaju da će u budućnosti morati platiti veći porez da bi se platila kamata, a da bi platili buduće poreze, obveznici moraju da štede upravo onoliko koliko im je potrebno da bi kupili nove državne vrednosne papire. Ali, ukupno bogatstvo i ukupna potrošnja se ne menjaju, a odlaganjem poreza se ništa ne postiže, jer je, uz datu sadašnju vrednost poreskih obaveza diskontiranih po kamatnoj stopi na državne vrednosne papire, vremenski raspored irelevantan. Buchanan je ovu doktrinu nazvao ricardijanskom, smatrajući problem odlaganja poreza preko domaćeg zajma lošom opcijom fiskalne politike.[1080] S druge strane, i supstitucija poreza emisijom novca u procesu finansiranja državnog deficita nema nikakav realni efekat, jer će novi novac podići cene dovoljno visoko, tako da realna količina novca ostane nepromenjena.

Dok ricardovska doktrina negira snagu kompenzatorske fiskalne politike koja se finansira putem deficita, dotle konvencionalna keynesijanska teorija sa stanovišta efikasnosti fiskalne politike u kratkom roku smatra da smanjenja poreza i povećanja transfernih javnih rashoda povećavaju ukupnu tražnju, podižući simultano zaposlenost i cene.

Fiskalni konzervativci dokazuju da finansiranje deficita putem zaduženja opterećuje buduće generacije (Buchanan i Ferguson), dok Modigliani da se buduće generacije opterećuju samo u onoj meri u kojoj deficitarno finansiranje smanjuje nasleđene fondove ljudskog i materijalnog kapitala. Tobin, pak, upozorava na paralelizam kratkog i dugog roka, smatrajući da keynesijanci veruju da ekspanzionistički fiskalna politika deluje na stanje nedovoljne zaposlenosti, s obzirom da deficiti povlače uštede koje bi se u odsustvu adekvatne tražnje za investicijama izgubile usled smanjenja dohotka. Ricardovci veruju, suprotno keynesijancima i fiskalnim konzervativcima, da su deficitni budžetski rashodi nekorisni na kratak rok i neškodljivi na dugi rok (Tobin).

Keynesijansko gledište bi u osnovi moglo da podrži Pigouov efekat, ukoliko se računa na veći podsticaj potrošnji kod državnih poverilaca, nego na odvraćanje od potrošnje budućih poreskih obveznika. Ricardijanci, pak, smatraju da stalno smanjenje nivoa cena podjednako povećava realnu vrednost državnih nenovčanih obveznica i s tim povezane poreske obaveze.

[1080] J. Buchann, Banro on the Ricardian Theorem, Journal of Political Economy, april 1976.

Ricardovska teorema ekvivalencije ima značaj za monetarizam, jer bi monetaristički ricardovac mogao da veruje da se nivo cena prilagođava u slučaju da realna količina novca ostane nepromenjena. I kada centralna banka kupuje državne vrednosne papire, ricardijanac smatra da transakcija na otvorenom tržištu povećava bogatstvo, iako se po efektu ne razlikuje od »novčane kiše« u procesu finansiranja budžetskih izdataka. Za keynesijance bi porast novčane mase, koji nastaje iz transakcija na otvorenom tržištu, samo smatran manje ekspanzionističkim u odnosu na isti iznos novca koji bi rastao deficitaraim finansiranjem ili novčanom kišom (Tobin).

Barro, kao pristalica nove klasične makroekononiije, nije prvi otkrio Ricardovsku teoremu ekvivalencije (jer su to pre njega učinili Tobin i Bailey), ali ga je snažno isticao stanovišta tzv. životnih krugova i nasledstva i ograničenja likvidnosti. U tome je Barro i prelerao poput Feldsteina u odbrani svoje postavke da tekuće uplate za socijalno osiguranje smanjuju formiranje kapitala. Međutim, Barro je u pravu kada ističe, da planovi potrošnje i štednje nisu neutralni sa stanovišta vremenskog rasporeda plaćanja poreza, jer finansiranje javnih rashoda zaduživanjem povećava tekuću potrošnju i smanjuje raspoloživu štednju za kupovinu drugih oblika imovine sem državnih vrednosnih papira. Tobin misli suprotno, s obzirom da zamena tekućeg oporezivanja imovine budućim oporezivanjem imovine donosi isti efekat: smanjenje tekućih poreza ne koristi budućoj akumulaciji. Draga je stvar sa oporezivanjem zarada, ukoliko porezi padaju na prihode od investicija u ljudski kapital, mada je moguća supstitucija u korist dokolice.

Keynesijanci,[1081] isto tako, smatraju da diskontna stopa za buduće poreze odgovara tokovima dohotka na koji se porez plaća i da je stopa više od diskontne stope za državne obveznice. Emisija državnih obveznica, pri tome, povećava neto bogatstvo, čak i onda kada poreske platiše očekuju povećanje poreza za otplatu dodatnog duga. Inflatorna neizvesnost, međutim, čini svoje u smanjenju atraktivnosti novca i novčanih potraživanja u odnosu na realnu imovinu. Stoga su dobici u bogatstvu manji, jer se sužavaju diskontne razlike u inflatornim neizvesnostima.

U raspravi o efektima finansiranja deficita putem zaduženja u sklopu dugoročne ravnoteže sa punom zaposlenošću podupirana su gledišta keynesijanaca i konzervativnih fiskalaca da deficitarno budžetsko finansiranje zajmovnim resursima istiskuje fond kapitala. Međutim, sa stanovišta opservacije budžetskih deficita i kratkoročne stabilizacione politike, Tolbin tvrdi da bi keynesijanska fiskalna politika bila uspešna u kratkom roku, s obzirom da bi supstitucija tekućeg oporezivanja izdavanjem obaveznica stimulisala tekuću potrošnju i da bi ekspanzija realne tražnje u uslovima neadekvatne zaposlenosti povećala proizvodnju i zaposlenost.[1082]

[1081] W.Smitli, A.Neo-Keynesian View of Monetary Policy, u »Controling Monetary Aggregates«, Federal Reserve Bank of Boston, 1969,.

[1082] J. Tobin, Akumulacija imovine I ekonomska aktivnost, Centar za kulturu, Delatnost, Zagreb, 1983..

Pristalice ekonomije ponude teže redukciji poreza, a keynesijanci povećanju poreza za suzbijanje inflacije. U sniženju poreza ekonomisti ponude vide značajan podsticaj proizvodnji, a preko toga i ponudi robe i usluga na tržištu. Pridavanjem značaja niskim poreskim stopama, strukturalisti smatrajući da redukcija poreza predstavlja ključni instrument za suzbijanje inflacije i smanjenje budžetskih deficita. Suprotno od toga, pristalice ekonomije ponude potvrđuju da su budžetski deficiti povezani sa inflacijom i porastom kamatne stope, i da, stoga, provociraju efekat istiskivanja sa negativnim implikacijama na investicionu aktivnost i budući rast.

Najnovija politika izlaska privrede iz recesije više se ne bazira na monetarističkoj restrikciji tražnje u inflaciji ili na kevnesijanskoj ekspanziji tražnje u depresiji već na regulisanju ponude čije povećanje, u uslovima istovremene inflacije i nezaposlenosti, treba da otkloni oba ova žarišta nestabilnosti[1083]. Sredstva za ostvarivanje ove politike su »deregulacija« privrede, smanjenje uloge države u regulisanju ekonomskih tokova, oživijavanje inicijative posredstvom tržišta, potiskivanje uloge sindikata, monetaristička restriktivna politika obuzdavanja inflacije i fiskalna politika redukcije poreza i javnih rashoda. Pri tome, sredstva oslobođena iz državnog budžeta, neracionalo usmeravana, bila bi ostavljena biznisu i potrošačima čiji bi produktivni udari na ponudu izveli privredu iz krize iz prostog razioga što veruju da su tržišne ekonomije prirodno efikasne, iako ne proizvode prirodni rast, dovoljan za suzbijanje inflacije i za smanjenje nezaposlenosti. Stoga smatraju da će sa porastom profita, štednje i investicija u uslovima eliminisanja nekontrolisane socijalizacije dohotka i naturene državne regulative nezaposlenost „sama po sebi“ opadati sa rastom proizvodnje.

Problem rasta proizvodnje, odnosno ponude, teoretičari supply-side ekonomije vide u spektru stimulansa rada, štednje i investicija, pri čemu fiskalna relaksacija reprezentuje okosnicu strategije rasta ponude. Reč je, dakle, o imperativnoj prealokaciji resursa iz neproduktivnih punktova, neproizvodnih džepova, potrošnje i dokolice u korist rada, štednje i investicija u funkciji promovisanja ekonomskog rasta. Prema tome, zanemaruje se redistributivna fiskalna funkcija u korist alokativne funkcije destiniranjem resursa biznisu, pošto poboljšanje ekonomskog položaja bogatih u dugom roku treba da dovede do povećanja životnog standarda siromašnijih (iako Tobin sumnjičavo gleda na moguć uspeh supply-sidersa). Tobin, zapravo, sumnja u „sposobnost“ da se proizvedu efekti saglasno rezultatima naivne prognoze protagonista supply-side politike.

Predikcija na sniženje poreza u formi pokretanja ekonomskog rasta preko stimulacija rada, štednje i investicija implicira potpunu slobodu tržišnim zakonima komplementarnu sa smanjivanjem uloge državne interveneije.[1084] U tom sklopu, teoretičari ekonomije smatraju (1) da se budžetska sredstva manje -

---

str. 75.

[1083] Ackerman, Reaganomics, Rhetoricys Reality, Pluto Press, London, 1982.

[1084] C.V.Brown i P.M. Jockson (Ed), Public Sector Economics, Basil, Blackwell, Oxford, 1990.

više neracionalno troše, (2) da društvena korist od različitih oblika javnih izdataka nije ekvilibrirana sa društvenim troškovima, (3) da jačanja državnog intervencionizma vode ekspanziji administrativnog aparata i neracionalnom zapošljavanju i supstituciji ekonomske logike, (4) da javni sektor, usled odsustva tržišnih zakonitosti, redukuje produktivnost i vodi socijalizaciji gubitaka javnih preduzeća i (5) da predimenzionirana javna potrošnja generira inflacione impulse, reducira ekonomski rast i smanjuje produktivnu zaposlenost. Međutim, kevnesijanci osporavaju neokonzervativne teoretičare supply-side ekonomije da ekspanzivni rast javnog sektora negativno deluje na cene, zaposlenost i rast, smatrajući da javni sektor ne indikuje stagflaciju, s obzirom da egzistira nesignifikativna korelacija između učešća javnih rashoda u društvenom proizvodu i stope rasta realnog društvenog proizvoda. Keynesijanci negiraju čak i hipotezu o delovanju rasta javnog sektora na inflaciju, pošto se monoklauzalni pristup inflaciji ne priznaje sindromom stagflacije.

No, kejnesijanci se, zajedno sa strukturalistima, oštro protive zanemarivanju budžetskih deficita zbog toga što doprinose povećanju kamatne stope (keynesijanci), odnosno produbljivanju tzv.crowding out-a (strukturalisti). Iz tih razloga je savremena debata o deficitarnom finansiranju izbacila na površinu tri teze: (I)budžetski deficit utiče na evoluciju cena i kamatne stope (monetaristi), (2) budžetski deficit izaziva efekat istiskivanja (strukturaiisti) i (3) budžetski deficit ne utiče na inflaciju i kamatnu stopu, ukoliko se optira neutralno finansiranje (keynesijanci). Međutim, novije analize deficitarnog finansiranja pokazuju nešto drugo. Naime, pokazalo se da finansiranje sve većeg deficita javnog sektora stalnim emisijama hartija od vrednosti od strane državne blagajne podstiče izrazitiji inflatorni proces nego u slučaju da se deficit pokriva kreiranjem primarnog novca. Pokriće sve većeg deficita, koji potiče od povećanih otplata kamata na sve veći dug javnog sektora, stvara multiplikovan mehanizam. Politika zaduživanja javnog sektora uslovljava povećanje troškova finansiranja proizvodnih delatnosti, dok povećanje kamatnih stopa na javni dug, koji je neophodno da bi se privukla štednja, koja se obično plasira u depozite, dovodi do značajnijeg efekta imovine kod potrošača, tj. do širenja sklonosti ka trošenju i, time, do ekspanzije inflatora ili podsticaja. Potrebno je, stoga, povećati emisiju primarnog novca ili, pak, emisiju izvesne kombinacije primarnog novca i blagajničkih bonova, što bi dovelo do sporijeg rasta finansijske aktive, a tako, i kao slabljenja tzv. »efekta imovine«.[1085]

Strukturalisti, u osnovi, plediraju, pored iznetog, na liberalizaciju režima amortizacije i poreskog kredita za investicije, kontakciju socijalnih programa i javnih usluga, redukciju budžetske pomoći nižim nivoima organizovanja javne potrošnje, reanimaciju deprimiranih regiona (pomoć regionima pogođenih krizom industrije), koncipiranje nove industrijske politike, institulsanje tzv. »les rabais fiscaux« u korist krupnog kapitala i biznisa, smanjenje poreza bogatijim u alternaciji povećanja poreza siromašnijim, radikalizaciju ekonomske ponude,

[1085] Dr S. Komazec i dr Ž. Ristić, Monetarna i fiskalna strategija, ABC Glas, Beograd, 1992.

klizanje prema konzervativizmu itd. Keynesijanci, naravno, iritirani bezobzirnom prodornošću teorije supply-side ekonomije ustaju protiv pojedinih stavova strukturalista, smatrajući (1) da kontrakcija socijalnih programa i programa javnih usluga rizikuje da izazove redukciju aktivnosti i zaposlenosti, (2) da je redukcija bndžetske pomoći inkompatibilna sa socijalnim transferima, jer egzistira tradicionalna dilema između socijalne strane međalje i ekonomske efikasnosti, koja ako se pravilno ne shvati, izaziva socijalnu regresiju i regionalne distorzije, (3) da su budžetski deficiti, visoke kamate, recesija i nezaposlenost teži od inflacije (što se kao prigovor odnosi na monetariste), (4) da je nova politika dezinflacije izazvala erupciju spirale nadnice - cene i konflikte raspodela sa nepovoljnim implikacijama na produktivnost i motivaciju rada, (5) da su principi novog federalizma i politika redukcije pomoći federalnog budžeta država i lokaliteta uveli ilegalnu presiju (od 15% do 20%) u manje razvijenim regionima, koja je, pored toga, i teža za 5-10% nego u razvijenim područjima, (6) da kontradikcije u ekonomiji ponude (kao i monetarizmu) teže da indukuju recesionističku spiralu (pravdanjem imperativom recesiono prečišćavanje privrede za njenu revitalizaciju) i (7) da se uvodi čudna strategija "stop and go staflation" u rešavanju problema strukturne krize.

U razvijenim industrijskim zemljama ekononiska politika podsticaja investicija dobija sve više na značaju u paraleli sa razvojem sadašnje krize.[1086] Politika podsticaja investicija uglavnom se sprovodi kompenzacijom dela izdataka za nadnice (radi smanjenja nezaposlenosti), kompenziranja dela troškova proizvodnje (ućešćem u finansiranju naučno istraživačkog rada), restitulsanja sopstvenog kapitala (davanjem fiskalnih olakšica preduzećima, neposrednim učešćem u finansiranju (grana i preduzeća pogođenih strukturiom krizom), direktnim subvencijama, oslobađanjem dela socijalnih doprinosa, davanja kredita sa beneficiranim kamatama i »investicionih« doprinosa (finansiranje dela izdataka za investicije) i finansiranje investicija u nedovoljno razvijena područja (iz sredstava državnog budžeta, regionalnih i socijalnih fondova, razvojnih i investicionih banka).

Na planu podsticanja akumulacije, investicija, rizika, raspodele i razvoja sektora privrednih organizacija, fiskalna politika obično se koristi metodama diferencijalnog ili diskriminatorskog oporezivanja selektivne poreske politike, ubrzane ainortizacije, »poreskog« kredita, preferencijalnog tretmana ukalkulisane dobiti i sl. Različitim oblicima amortizacije (linearni metod, metod zbira godina, metod dvostrukog opadajućeg balansa, metod slobodne amortizacije, metod investicionih subvencija, metod inicijalnog odobravanja i metod investicionog odobravanja), redukcijama poreskih stopa i poreskih osnovica (bonifikacije, koncesije, olakšice i oslobodenja), odbitnim poreskim stavkama (dedukcije: »poreski kredit«, poreska remiza) i preferencijalnim poreskim tretmanom ukalkulisane dobiti po osnovu rasta cena državnih hartija od vrednosti, u osnovi se podstiče investiciona aktivnost u razvijenim industrijskim zemljama. Mogućnost kompen-

[1086] Dr S.Komazec. dr Ž. Ristić i dr J. Kovač. Savremene teorije stabilizacione politike, ABC Glas, Beograd, 1993.

ziranja gubitaka, dopuštenjem obveznicama poreza na dobit da iskazuju gubitak među troškovima, ubiti predstavlja svojevrsnu premiju za rizik i dodatni stimulans za investiranje i spremnost za preuzimanje rizika.

Fiskalni podsticaji su za donošenje uslova od posebnog značaja, pošto se nesigurnost, koja se ogleda u investicionom kalkulacijama u vidu premija na veći rizik, izuzetno povećala (što onemogućuje da normalan paket kapitalnih projekata ispuni prihvatljive finansijske kriterijume). Najčešće i najteže su pogodene one investicije u kojima premije za veći rizik, delujući snažno u pravcu obezvređivanja očekivanog profita, čine sadašnju vrednost tih budućih profita minimalnom (Greespan). Povećanje investicionog rizika protekle decenije odražava se i na tržišta akcija, na kome je odnos između cene i zarada pao na najniži nivo, što je posledica povećane diskontne stope nametnute očekivanom rastu dobiti. Premije na visoki rizik sputavaju sposobnost slobodnog tržišta da se prilagodi primećenih dugoročnijim tendencijama, otkupljuju osetljivost procesa prilagođavanja pomoću ponude i tražnje, te dovode do nestabilnih ekonomskih prilagođavanja. Inflaciono okruženje čini još neizvesnijim ove akumulacije u vezi sa stopom dobiti od novih investicija. A i kada se ukupni profit povećava u fazmeri sa stopom inflacije disperzija tih profita između poslovnih poduhvata, ima tendenciju da se povećava u paraleli sa rastom inflacije, koja pored toga što unosi veću neizvesnost u kalkulisanje stope dobiti, deluje u pravcu skretanja investicionih trendova prema kratkoročnim projektima. Stoga nije neočekivano što je kao reakcija na visok rizik i nedostatak privatnih investicija bilo pokušaja povećanja potrošnje pomoću fiskalne ekspanzije. Aktivna politika nadnica se, u tom kontekstu, ne zadržava samo na kočenju rasta nadnica i ukidanja automatizma, već i na širenju prostora investiranju, zaustavljanju rasta nezaposlenosti i tendencije opadanja profita, sprečavanju razvijanja današnje krize u depresiju i uspostavljanju društvenog konsenzusa u utvrdivanju novih relacija između rada i kapitala.[1087]

D.Fiskalni deficit, javni dug i tzv. efekat istiskivanja (crowding-ouf) jesu visoko kotirajući aktuelni problemi savremenih ekonomskih politika industrijski razvijenih zemalja OECD u fokusu intelektualnih rasprava akademskih ekonomista.[1088] U teorijskim duelima i empirijskim analizama monetarista, keynesijanca (fiskalista), pristalice teorije racionalnih očekivanja i teoretičara ekonomike ponude iznalaze se validni argumenti dokazivanja ili pobijanja egzistencije tzv. efekata istiskivanja (crowding-out ili l'effect d'eviction) u sklopu hroničnih i strukturnih budžetskih delicita i volumeniziranog javnog zaduživanja na finansijskim tržištima.[1089] Međutim, keynesijanski scenarij se »poklapa« sa scenarijem racionalnih očekivanja samo onda kada je uravnoteženi budžet cilj fiskalne

[1087] Dr Ž.Ristić, Fiskalna ekonomija, Savremena administracija, Beograd. 1991.

[1088] J.P.Patat, La Complementarite des politiques budgetaire, monetaire et financiere dans un cadre international, Cahiers economiques et monetare 37/90, str. 195-206.

[1089] J.Tobin, akumulacija imovine i ekonomska aktivnost, Centar za kulturnu delatnost. Zagreb, 1983., str.75.

politike. Samo tada bi pojava budžetskog deficita u cikličnoj recesiji dovela do očekivanja viših poreza i ubrzala recesije. No, ako je ravnoteža budžeta pri punoj zaposlenosti prihvaćeni ciij, sva povećanja poreza ne mogu biti očekivana u toku same recesije i nedovoljne zaposlenosti, jer bi poreska očekivanja podržavala prihvaćenu anticikličnu politiku (Baily).

No, u istraživanju realnog crowding-out-a državna restrikcija budžeta više ne igra ulogu, s obzirom da se kao važan faktor razvija investicioni multiplikator povećanja državnih izdataka. Pozitivan investicioni multiplikator dovodi do povećanja cena koje garantuju realan rast. Veća izdvajanja države uz simultano suzbijanje inflacije deluju pogoršavajuće na nivo zaposlenosti i mogu dovesti do opadanja realnog dohotka, a time i do povećanja nezaposlenosti. Interzavisnost monetarnog rasta i reaine produkcije u kratkom roku je fundamentaini aspekt interpretacija monetarista ciklusa ekonomske aktivnosti, pri čemu redukcija poreza, koja uvećava raspoloživi dohodak u datim monetarnim uslovima, biva finansirana emisijom obligacija radi pokrića deficita javnog sektora. Redukcija stope oporezivanja u pravilu daje impulse proizvodnji, štednji i investicijama. Pri tome su podsticaji investicija veći ukoliko monetarne restrikcije redukuju inflaciju. Smanjenje poreza u sadašnjosti povećava fiskalne prihode u budućnosti po propozicijama tzv. Lefferove krive. Fiskalna politika, u tom kontekstu, treba da sledi politiku restrikcije budžetskih rashoda da bi bila kompatibilna sa monetarnom restrikcijom. Kompatibilitet je osiguran finansiranjem deficita obligacijama koje ekspanzivno deluju na realnu proizvodnju i osnovu oporezivanja koja neutralizuje gubitak fiskalnih prihoda. U pravilu, neizbežni fiskalni deficiti sinonim su za inflaciju i asimilirani u retardirano oporezivanje.

Izdaci javnog sektora, dakle, obaraju nivo normalne proizvodnje, s obzirom na to da izazivaju dugoročno istiskivanje tražnje privatnog sektora. Problem dugoročnog istiskivanja tražnje privatnog sektora javlja se u uslovima dominacije budžetske politike, pa čak i kada egzistira realni kratkoročni efekat multiplikatora. Suprotno od Brunner-Metzerove analize, Robin, Buitter, Modigliani i Tando negiraju kratkoročno i dugoročno istiskivanje tražnje privatnog sektora i pokazuju da porast realnih izdataka javnog sektora povećava dugoročnu proizvodnju i dugoročne zalihe realnog kapitala[1090]. Mayer, po Frischu, zanemaruje tzv. »crowding-out« efekat (tj.efekat istiskivanja tražnje privatnog sektora), koji Stein smatra za glavnu razliku između monetarista i neokeynesijanaca. Crowding-out efekat pokazuje da izdaci javnog sektora koji se ne finansiraju stvaranjem novca nego povećanjem poreza i/iii porastom zaduživanja, imaju za posledicu smanjenje izdataka privatnog sektora, koji delimično ili u potpunosti kompenziraju povećane

[1090] J. Tobin and W.Buitter. Long-run effects of fiscai and monetary policy on aggregate demande. u J.L. Stein (Ed.). Monetarism, North-Holland, Amsterdam, 1976., str.273-309. W.Buitter, The Long-Run Effects of Fiscal Policy, Econometric Resarch Program,Research Monetarism, op.cit.. oktobar 1975. i J.Tobin Repply Is. Friedman a monetarist, u R.L. Stein (Ed), Monetarism, op.cit., str.332-336. iF.Modigliani a.Ando, Impacts of fiscal actions on agregate income and the monetarist controversy: theory and evidence. ti J.L.Stein (Ed.) op.cit., str.17-42

izdatke javnog sektora.[1091] Zanemarivanje crowding-out efekta izražava optimizam u odnosu na stabiiizacionu politiku javnog sektora, dok njegovo isticanje povlači suprotnost.

11. EFEKTI OPOREZIVANJA DOBITI FIRMI NA PREDUZETNIŠTVO I RIZIK

U finansijskoj praksi oporezuju se pojedini faktori proizvodnje, ukupni inputi i ukupni outputi. Oporezivanje nadnica (tzv.payrall tax) i oporezivanje profita (corporation profit tax) jesu tipični oblici oporezivanja faktora proizvodnje.[1092] Teorijeki posmatrano, preduzeće može biti podvrgnuto različitim oblicima oporezivanja. Predominantin oblik oporezivanja ipak se svodi na oporezivanje dobiti preduzeća ili oporezivanje profita korporacija. U praksi savremenih poreskih sistema oporezivanju profita u pravilu podležu samo tzv. inkorporirane pravne osobe. tj. osobe sa ograničenim jemstvom svojih članova (npr. deoničarska društva); dok neinkorporirane firme ne podležu plaćanju poreza na profit (već se oporezuju porezom na dohodak fizičkih lica - tzv. individual income tax).[1093]

Struktura oporezivanja preduzeća deluje na donošenje poslovnih odluka. na spremnost za preuzimanje rizika u procesu poslovanja i investiranja, na izbor radnointenznvne i kapitalno intenzivne tehnologije, na odnose između rada i kapitala i na njihove relativne cene. "O tome da li se izdaci za kamate priznaju kao odbitna pozicija pri utvrđivanju osnovice poreza na dohodak ili se kapitalni dobici oporezuju različito od ostalih delova profita bitno utiče na izbor optimalne konstrukcije finansiranja preduzeća.[1094] U praksi oporezivanja preduzeća u zemljama OECD) najpre se oporezuje profit, a zatim i njegov raspodeljeni deo u vidu dividende porezom na dohodak fizičkih lica. A ako se oporezuju i kapitalni dobici, onda dvostrukom oporezivanju podležu i neraspodeljeni profiti. Rešenje se, stoga, traži ili u delimičnoj ili u potpunoj integraciji poreza na dohodak fizičkih lica i poreza na dobit korporacija. Prenebregava se, pri tome, činjenica da potpuna integracija oba poreska oblika faktički vodi ukidanju poreza na profit korporacija.

No, porez na dobit preduzeća/profit korporacija jeste esencijalni instrument državnog interve-ncionizma i poreske politike pomoću koga se utiče na ekonomsko ponašanje privrednih subjekata i na ekonomske tokove reprodukcije. Ekonomski učinci poreza na dobit ispoljavaju se na mikro i na makro nivou.[1095]U prvom slučaju, porez na dobit deluje na donošenje poslovnih odluka ekonomskih

---

[1091] Dr. Ž.Ristić, Ekonomija društvenih delatnosti, Nova prosveta, Beograd. 1991.str. 120
[1092] Dr P. Jurković, Oporezivanje poduzeća i reforma poreznog sistema, u Zbornik radova, Oporezivanje dobiti preduzeća, Institut za javne finansije, Zagreb. 1990., str. 45—56
[1093] Ibidem, str. 45.
[1094] Dr p. Jurković. op. cit., str. 45. 72
[1095] Ibidem, str. 47.

subjekata. U drugom slučaju, porez na dobit deluje na formiranje makroekonomskih agregata. U osnovi, radi se o tzv. efektima supstitucije i dohotka (koji se obično dovode u vezu sa faktorima koji deluju na strani ponude) i o tzv. efektima potražnje i likvidnosti (koji se obično dovode u vezu sa faktorima na kojima se bazira kratkoročna politika stabilizacije, odnosno politika upravljanja tražnjom (tzv. Politika demand management-a).[1096]

No, za našu analizu bitan je uticaj poreza na profit korporacija na nivo, strukturu i dinamiku ponude, sa stanovišta učinaka oporezivanja dobiti firmi na investicije, štednju, poslovni rizik, preduzetništvo, biznis, tehnološki napredak, konkurenciju. Delovanje oporezivanja profita na investicije zavisi od prirode investicione funkcije, čiji su sastavni delovi očekivana stopa neto rentabilnosti, promene u obimu realizacije, odnos postojećih kapaciteta prema obimu realizacije, fondovi internog finansiranja, izdvajanja u fondove preduzeća iz dobiti posle oporezivanja i amortizacija.[1097] U tom kontekstu, prof. Jurković, poput Musgavea, pretnostavlja da su investicije u pozitivnoj korelaciji sa očekivanom stopom rentabilnosti ulaganja, pošto se investiranje ne može ni zamisliti ukolikoje očekivana marginalna efikasnost kapitala (bruto stopa rentabilnosti) niža od rentalne cene kapitala; jer, očekivana bruto stopa rentabilnosti mora bitn bar tolika da osigura troškove finansiranja i zamenu utrošenog kapitala.[1098]

Relacija u jednačini rg > i + d (rg - bruto stopa rentabilnosti, i - cena pozajmljenog kapitala, s - stopa ekonomske amortizacije)[1099] očigledno važi sve dotle dok se profit ne oporezuje. Ukoliko se oporezuje bruto profit bez odbitka, rentalna cena kapitala će iznositi:

$$rg = \frac{i + d}{1 - t}$$

gde je t- stopa poreza na dobit preduzeća. To pak znači da se oporezivanjem profita podiže prag rentabilnosti investicija. Međutim, priznavanje troškova finansiranja i amortizacije, kao odbitnih stavki pri utvrđivanju poreske osnovice na dobit, menja gornju relaciju. U novoj jednačini:[1100]

$$rg = \frac{(1 - t) \cdot (i + d)}{1 - t} = i + d$$

oporezivanje dobiti uopšte ne menja rentalnu cenu kapitala. Mera ukupnog efekta može se ostvariti korišćenjem tzv. faktora poluga - povećanjem zaduženja radi porasta rentabilnosti ulaganja u uslovima perfektnog funkcionisanja tržišta

[1096] Dr P. Jurković, Fiskalna politika u ekonomskoj teoriuji i praksi. Informator. Zagreb,str. 29-30.
[1097] R.A. Musgrave i B.P. Musgrave, Public Finance in Theory and Prentice, Mc Graw-Hill, New York, 1989. str.306-307.
[1098] Dr P. Jurković, Oporezivanje preduzeća i reforma poreziog sistema, op. cit. str. 47.
[1099] R.A. Musgrave i B.P. Musgrave, op. cit. str. 308.
[1100] Dr P. Jurković. op. cit. str. 48.

kapitala i priznavanja troškova finansiranja kao odbitne pozicije pri oporezivanju profita.[1101]

Uvođenjem poreskih olakšica (tzv. Tax expernalitures) po osnovu ubrzane amortizacije i "investicionih poreskih kredita" - po prof. Jurkoviću - umanjuje se rentalna cena kapitala:

$$rg = \frac{(1-t)\cdot(i+d) - tdtc}{1-t}$$

gde je tj - poreska olakšica (ušteda) po osnovu ubrzane amortizacije u % od rentalne cene kapitala i t - poreske uštede po osnovu investicionih poreskih kredita u % od rentalne cene kapitala. U tom kontekstu, prof. Jurković ističe: "Ubrzana amortizacija utiče na odlaganje poreske obaveze, te je, u tom smislu, svojevrsni oblik beskamatnog poreskog kredita, čija visina zavisi od veka trajanja investicionog dobra i primenjene metode ubrzane amortizacije. Najveći iznos beskamatnog poreskog kredita osigurava tzv. metoda slobodnog otpisa, kojom se omogućava da se celokupna vrednost osnovnog sredstva otpiše već u prvoj godini njegovog korišćenja. Kod investicionih poreskih kredita radi se o klasičnom obliku subvencioniranja investicionih ulaganja u odgovarajućem postotku, koji se odbija od iznosa poreske obaveze po osnovu poreza na dobit preduzeća. Inače, obe ove poreske olakšice ne utiču samo na smanjenje rentalne cene kapitala nego stimulativno deluju i na investicije po osnovu povećanja internih izvora finansiranja.[1102]

Spremnost na poslovni rizik jeste bazični postulat preduzetničke funkcije. U biznns odlučivanju rizik ima cenu. Rizik ulaganja (a) se meri odnosom matematičke nade očekivaie stope rentabnlnosti (g) i stope potencijalnog gubitka (r):[1103]

$$\alpha = \frac{g-r}{r}$$

Oporezivanjem profnta preduzeća po stopi I rizik investiranja se povećava:[1104]

$$\alpha = \frac{(1-t)\cdot(g-r)}{r}$$

No, ukoliko se dozvoli prenošenje gubitaka iz tekuće godine na teret ostvarene dobiti u narednom ali prethodnom razdoblju, onda oporezivanje ne utiče na rizik investiranja.[1105] To, po Musgrave-u, dobija sledeći izraz:[1106]

[1101] Ibidem, str. 48.
[1102] Dr P. Jurković. op. cit., str. 49.
[1103] Dr P. Jurković, op. cit.. str. 511.
[1104] Ibidem. str. 50.
[1105] Ibidem. str. 51.
[1106] R.A. Musgrave i B.P. Musgrave. op. cit. str. 309.

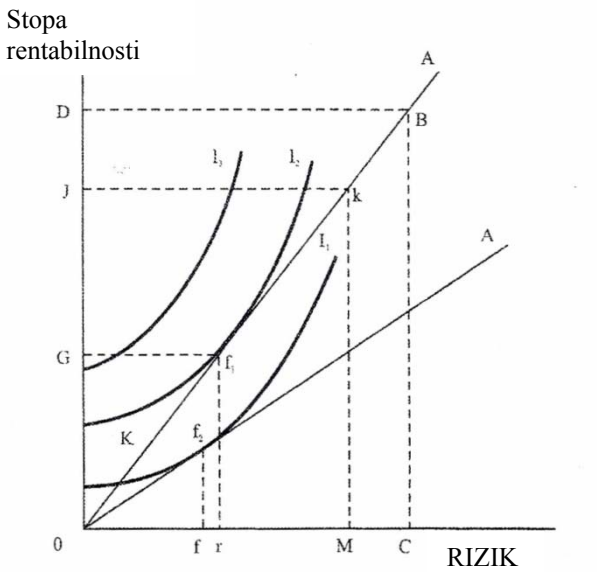
$$\alpha = \frac{(1-t)\cdot(g-r)}{r} = \frac{g-r}{r}$$

Oporezivanjem profita preduzeća po stopi t rizik investiranja se povećava:[1107]

$$\alpha = \frac{(1-t)\cdot(g-r)}{r}$$

Ovaj poreski fenomen je prof. Jurković prikazao na poznatom Tobinom dijagramu[1108] u kome oportunitetni pravac OA pokazuje očekivanu stopu rentabilnosti kao rastuđu funkciju povećanja rizika, koji proističe iz promena strukture portfelja investitora.

Stopa rentabilnosti i rizik



Rizik jedino ne postoji ukolikoo investitor celokupnu svoju aktivu drži u vidu gotovine. Ali, tada nema ni profita. A ukoliko dotični investitor svoju aktivu u vidu gotovine ulaže u vrednosne papire, onda je sasvim jasno da se on postepeno izlaže riziku da bi povećao svoje profitne izglede.Tek je u tačku B investitor plasirao sredstva u akcije i obveznice, i, na taj način, stvorio izglede na uspeh, tj.da ostvari stopu rentabilnosti OD uz maksimalni rizik OC. Krive indiferencije ic i iz označavaju, po prof. Jurkoviću sve kombinacije rizika i rentabilnosti, koje su podjednako prihvatljive za investitora: krivulja I_3 je superiornija od krivulje I_2 a krivulja I_2 od krivulje I_1. "Ukoliko se dobici na osnovu ulaganja u vrednosne papire ne oporezuju, investitor je u ovom konkretnom primeru u

[1107] Ibidem. str. 50.
[1108] Dr P. Jurković, op. cit.. str. 511.

najpovoljnijoj poziciji u tački E, tamo gde je oportunitetna krivulja OA tangenta na najvišu dostižnu krivulju indiferencija I_3, a to je ona struktura portfelja koja mu daje izglede da ostvari profitnu stopu OG i izlaže ga riziku OF. Uvođenje poreza na dobit po stopi od 50%, bez mogućnosti vremenskog razgraničenja gubitka, oportunitetni pravac OA rotira udesno, transformišući se u pravac OA'. koji je tangenta na krivu indiferencija i u tački Eg.[1109]

Tako je investitor ušao u novu poziciju sa preuređenjem portfelja, ali i sa smanjenjem profitabilnosti uz prepolovljeni rizik. A ako se investitoru dopusti i prenošenje gubitka unapred ili unazad, onda se struktura njegovog portfelja osigurava u pozicije tačke N, koja je, doduše, kao tačka pre oporezivanja, nepovoljnija od tačke Ei, Ali, cilj investitora nije ni tačka Ei nego tačka K na oportunitetnom pravcu OAu kojoj opredeljuje strukturu portfelja koja je dvostruko rentabilna, ali i rizičnija. No. i tada je njegova neto stopa rizika i neto stopa rentabilnostn potpuno ista kao u tački Ei pre oporezivanja.[1110] To pak znači da oporezivanje profita, koje dopušta vremensko razgraničenje gubitka, podstiče investitore na prihvatanje rizičnnjih poslova u preduzetničkom ponašanju. Sužavanjem zone neizvesnostn i redukovanjem rizika od neizvesnosti putem poreske politike faktički se doprinosi pretvaranju poslovnih očekivanja u tzv. ekvivalent sigurnosti.

11.1. Cena uloženog kapitala i oporezivanje

Model za određivanje cene uloženog kapitala jeste jednofaktorski model u kome je očekivani prinos određen u vezi sa betom, kao reakcijski koeficijent prinosa vrednosnog papira na prinos od tržišta (koji je predstavljen obuhvatnijim indeksom kakav je inače standard and Poorov 5.00 berzanski indeks). Očekivani prinos vrednosnog papira (Rj) imatn: Rj = Rf+ (Rm - Rf) Zj gde su RF - ... stopa. Rm - očekivani prinos tržišnog portfolija, Zj - beta pojedinačnog vrednosnog papira.

No, prihod koji ostvaruje investitor posedovanjem deonice sastoji se iz dva dela, i to: (1) iz dividendi koje su isplaćene tokom razdoblja držanja deonica i (2) iz kapitalnog dobitka (ili gubitka), koji se pojavljuje prilikom prodaje deonice. A kada ni jedan investitor ne plaća poreze ili plaća iste poreze na dividende i kapitalne zarade, CARM (Capital Asset Princing Model - Model za određivanje cene uloženog kapitala) generalizacije, koje vrede samo za pojedinačnu deonicu te ne menjaju zavisno od toga da li firma isplaćuje visoke ili niske dividende. U brojnim razvijenim zemljama kapitalne zarade se oporezuju mnogo povoljnije u odnosu na dividende. U SAD, međutim,"“sa stupanjem na snagu poreskog zakona iz 1986. god., prihodi od dividendi i kapitalnih zarada na federalnom nivou oporezovali su se po istoj stopi. Stupanjem na snagu poreskog zakona iz 1990.

[1109] Dr P. Jurković, op. cit.. str. 51-52.
[1110] Dr P. Jurković, op. cit.. str. 51-52.

god. u SAD je iznova uspostavljen "blagi poreski preferencijal" kapitalnih zarada u odnosu a prihod od dividendi za osobe koje su opterećene najvišim ličnim porezima (28% za kapitalne zarade i 31% za dividende).[1111]

Na primeru Van Horn-a se jasno očekuje da će Alphi Company imati 12% godišnju zaradu po dividendi (dividenda podeljena početnom cenom deonice) i 3% kapitalne zarade u odnosu na početnu vrednost, s jedne strane, i da će Baker Company imati 2% zarade od dividendi i 12,5 % kapitalne zarade, s druge strane. Očekivani prinos deonica Alphi Company pre oporezivanja, koji iznosi 15% viši je od očekivanog prinosa deonice Beker Company, koji iznosi 14,5%. I ukoliko investitor spada u grupu koja se oporezuje stopom od 30% i ukoliko "efektivni ekonomski" poprez na kapitalnu zaradu iznosi 24%, utoliko prinosi nakon oporezivanja više variraju[1112]:

Dohoci/ Zarade	Alphi Company			Baker Company		
	Pre oporezivanja	Učinak oporezivanja	Posle oporezivanja	Pre oporezivanja	Učinak oporezivanja	Posle oporezivanja
Dohodak od dividendi	12%	1-0.30	8.409;	2.0%	1-030	1.40%
Kapitalna zarada	3	1-0.24	2.28	12.5	1-0.24	9.50
Ukupan očekivani prinos	15%		10.68%	14.5%		10.90%

Uprkos niže očekivanom ukupnom prihodu pre oporezivanja, očekivani prinos posle oporezivanja je viši za Baker Company, zbog višeg učešća ukupnog prinosa koji je ostvaren u obliku kapitalne zarade. Investitor, koji je oslobođen plaćanja poreza poput penzijskog fonda, preferiraće Alpha Company, koja ima veći očekivani prinos pre oporezivanja. U tom kontekstu, mnogo je važnije da uz držanje rizika konstantnim, deonice sa visokim dividendama moraju osigurati više očekivane prinose pre oporezivanja, nego deonice sa niskim dividendama, da bi se kompenzirao učinak oporezivanja. [1113]I ako to bilo tako, onda bi očekivani prinos vrednosnog papira j trebao biti funkcija kako bete određene deonice tako i njene zarade po osnovu dividendi[1114]: Rj = Rf + bZj +t *(dj - Rf), gde su: Rf - nerizična stopa prihoda, Zj - beta koja pripada određenom vrednosnom papiru, b -

[1111] J. C.Van Horne, Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menadžment), Mate, Zagreb. 1993.,op.cit.str .92
[1112] James C. Van Horne , op. cit., st. 91.
[1113] Ibidem, str. 91.
[1114]Isto, str. 92.

koeficijent koji meri doprinos bete očekivanom prinosu, d_i - zarada na temelju dividende vrednosnog papira j, t - koeficijent koji meri utitdaj učinka oporezivanja na očekivani prinos. I što je viša zarada po bsnovu dividende (dj), veća je i tražena stopa prinosa (pre oporezivanja) koju zahtevaju investitori: ako bi na tržištu dividenda porasla za 1 dolar, kapitalna zarada bi se smanjila za 0,90 dolara, odnosno ako bi t bilo 0,1 i ako bi zarada po osnovu dividende pala za 1%, onda bi očekivani prinos trebao da poraste za 0,1% da bi deonica postala atraktivna za investitore. U neposrednom procesu oporezivanja prihoda preduzeća otplate kamata odbijaju se od poreske osnovice. To je prof. Namoda kvantitativno izrazio na sledeći način:[1115]

$$R_j = R_f + \frac{R_m + R_f}{\sigma_\mu^2}\left(r_{ju,m} + \sigma_{ju}\right)\left[1 + \frac{D}{S}\left(-T_c\right)\right]$$

gde su: Rf - nerizična stopa, Rm - očekivan povraćaj za tržišni portfolio, m - standardna devijacija distribucije verovatnoće mogućih povraćaja za vrednosni papir j, pri nepostojanju finansijske poluge, $r_{ju,}$m- koeficijent korelacije između povraćaja za vrednosni papir j pri nepostojanju finansijske poluge i tržišnog portfolija, D/S- odnos zaduženja i trajnog kapitala izražen u terminalna tržišne vrednosti i Tc - stopa oporezivanja korporacije.

Na razlike u prinosu na tržištu različito utiču porezi. Prihodi od kamate na sve vrednosne papire (osim jednog papira) podležu oporezivanju ukoliko su i investitori podložni oporezivanju. Prihodi od kamata na federalne i državne vrednosne papire jedino su izuzeti od oporezivanja. Kod korporacija. koje imaju sedište u SAD i čija se dobit iz poslovanja oporezuje, izuzima se od oporezivanja prihod ostvaren na vrednosne papire Ministarstva finansija. To ima prednost u odnosu na kreditne oblike finansiranja. jer je prihod od kamata potpuno oporezovan.[1116] Prema postojećim zakonima i zarada od prodaje vrednosnih papira je oporeziva sa primerom pune stope poreza na dobit korporacije.

11.2. Porezi i dividende

Porezi na prihod korporacije u SAD nemaju nikakvog uticaja na značajnost dividende, jer se po vežaćim posebnim zakonima zarade preduzeća oporezuju na nivou korporacije bez obzira da bi su dividende isplaćene ili ne. Sam se profit nakon poreza deli na dividende i zadržane zarade (nerasporećena dobit). Slično je i sa porezima koje plaćaju investitori. Prednost zadržavanja zarada može se manifestovati sve do iznosa do kojeg je inače poreska stopa na kapitalne dobitke manja od poreske stope na prihod od dividende. Do 1990. god. porez na kapitalni

[1115] R.S. Hamoda , Portfolio analysiy, Market Equilibriumand Corporation Finance, Journal of Finance, mart 1969, st. 19-30.
[1116] J. C. Van Horne, op. cit., st. 424.

dobitak se odlagao sve do trenutka prodaje deonice, jer su postojale razlike u poreskim stopama. Sada su se te poreske stope izjednačile i odlaganja više nema. Porez na kapitalni dobitak može se samo izbeći ukoliko se vrednosni papir, čija je vrednost porasla, pokloni u dobrotvorne svrhe. Stoga je efektivni porez na kapitalni dobitak manji od poreza na prihod od dividendi. I što je veći povraćaj od dividendi deonice veći je i njen očekivani povraćaj pre plaćanja poreza.

U praksi, međutim, nije nužno da investitori budu identičio oporezovani na dve vrste prihoda (po osnovu dividendi i kapitalnih zarada), pošto institucionalni investitori inače ne plaćaju poreze ni na dividende niti na kapitalni dobitak. "Kod korporacijskih investitora, dividende između preduzeća se ošrezuju, po stopi manjoj od one za kapitalni dobitak. Npr., ako je Laurel Corporation vlasnik 100 deonica Hardy Corporation, koje donose 1 dolar dividende po deonici, prihoda po dividendi je izuzeto od obaveze plaćanja poreza. Drugim rečima, Laurel Corporation platila bi porez na prihod od dividendi na 30 dolara prihoda od dividendi, i to po korporacijskoj poreskoj stopi. Ukupan poreski efekat bio bi manji nego u slučaju da Hardy Corporation porast vrednosti deonica od 100 dolara. te da je ovaj u potpunosti oporezovan po poreskoj stopi za kapitalni dobitak. U skladu s tim, neka preduzeća - investitori mogu biti skloniji isplati tekuće dividende. Uprkos ovim izuzecima, za većinu investitora postoji diferencijal sadašnje vrednosti poreza na dolar dividende i dolar zadržanih zarada.[1117]

Miller i Sholes pak tvrde da investitori mogu da izbegnu plaćanje poreza na dividende, budući da ovaj „poreski trk" uključuje deoničara koji posuđuje dovoljan iznos sredstava da bi ... jedan dolar troška kamate za svaki dolar prihoda po dividendi.[1118] "Posuđeni iznos se ulaže u vrednosni papir jednokratnim plaćanjem kad se ostvaruje odgoda plaćanja poreza. Trošak kamate kompenziran je prihodom od dividende tako da investitor toga trenutka ne plaća porez. Kapitalni dobitak na ulaganje tako ponuđenih sredstava je zaklonjen. Ukoliko se takav kapitalni dobitak odlaže sve do smrti, neće ni biti plaćanja poreza po kapitalnom dobitku. Time tvrdnja vredi za inveetitora koji transformiše dividende u odgođeni kapitalni dobitak."[1119]

Ako pretpostavimo da je AB uložio 20.000 dolara u obične akcije Dolce Corporation, koje nose prinos po dividendama u iznosu 8%, onda dotični gospodin - ulagač prima 1.600 dolara u dividendi. No, od akcije se očekuje i godišnji porast vrednosti od 6%, kao dodatak prinosu od dividendi. Tada se gospodin - ulagač odlučuje da pozajmi 40.000 dolara po kamatnoj stopi od 12% i da dotičnu sumu uloži u dodatne akcije Dolce Corporation kako bi kamatu na pozajmljena sredstva iskoristio kao odbitnu stavku od poreske osnovice. Trošak kamate uspeva da "neutrališe" prihod od dividendi. I sve dok se deonice ne prodaju svako pove-

[1117] J.C. Van Horne, op. cit., st. 345.
[1118] M. H. Miller i M. S.Sholes, Dividends and Taxes, Journal of Financial Economics,decembar 1978.st. 333-364.
[1119] J.C. Van Horhe,op. cit.,st. 346-347.

ćanje cena neće biti iskorišćeno u svrhe plaćanja poreza. Porez biće plaćen u "dalekoj budućnosti" kada se vrednosni papir realnzuje. Ali. i tada se može "koristiti" osiguravajući vrednosni papir, kao nerizični vrednosni papir osiguranja. Osiguravajuće društvo ulaže sredstva u nerizičnu imovinu i. poput vrednosnih papira penzionih fondova, omogućava neoporezovana ulaganja. To pak deluje na smanjivanje poreske pristrasnosti koja ide u prilog zadržavanja dividendi. Takav poreski "tri" je dopušten u poreskoj praksi, koji ne ide u prilog isplati dividendi.

11.3. Porezi i struktura kapitala

Promene strukture kapitala utiču na ukupnu veličinu korporacijskog kolača, koji se reže na dug i trajni kapital. Uz promene strukture kapitala ... se promene vrednovanje preduzeća i trošak kapitala. U tom smislu, važan je uticaj korporacijskih poreza na vrednovanje u odsustvu poreza na lični prihod ili kombinovani efekat korporacijskih poreza i poreza na personalni prihod. U svetlu korporacijskog poreza prednost duga ogleda se kroz čpnjenicu da se plaćanja na ime kamata, kao trošak, mogu izuzeti iz poreske osnovice poreza na dobit. Pri tome, dividende (i zadržane prihode) u vezi sa deonicama korporacija ne može izuzeti iz poreske osnovice iako su plaćanja za kamate praktično dovelo do tzv. izbegavanja oporezivanja na korporacijskom nivou. U tom smislu, Van Horne je pretpostavio da su zarade pre kamata i poreza 2000 dolara za preduze X i Y. i da su preduzeća potpuno slična u svakom pogledu, osim korišćenja finansijske poluge. Preduzeće X nema duga, dok preduzeće Y ima 5.000 dolara duga uz 12% kamate. Posebna stopa iznosp 40% i za preduzeće X i za preduzeće Y:

	Preduzeće X	Preduzeće Y
Zarada pre kamate i poreza	2000	2000
Kamata (prihod vlasnika duga)	0	600
Profit pre oporezivanja	2000	1400
Porez	800	560
Raspoloživi prihodi za deoničarstva	1200	840
Prihodi vlasnika uvećani za prihode deoničara	1200	1440

Preduzeće X, koje nema dug i ne koristi finansijsku polugu, ima manji ukupan prihod za vlasnike deonica. Ukupan prihod i za vlasnike duga i za vlasnike deonica veći je kod preduzeća Y koje koristi finansijsku polugu iz prostog razloga što vlasnici duga imaju plaćanja po osnovu kamate bez izuzeća iz poreske osnovice na korporacijskom nivou i što su prihodi vlasnika deonica dati nakon plaćenih korporacijskih poreza. U suštini, vlada plaća "subvenciju" za korišćenje duga, što preduzeće Y koristi.. finansijsku polugu.[1120] Investitor ša se povećava ukupan prihod za iznos plaćanja kamata pomnoženih poreskom stopom

[1120] Ibidem, st. 285.

(600 * 0,40 = 240), što predstavlja iznos poreskog zaklona koji vlada pruža preduzeću koje koristi finansijsku polgugu. Sadašnja vrednost poreskog zaklona (Pz) iznosi:

$$P_2 = \frac{t_c + B}{r} = t_c B$$

gde su: t_c- korporacijska poreska stopa, r - kamatna stopa na dug, B -tržišna vrednost duga.

Poreski zaklon uvećava ukupnu vrednost preduzeća, koja raste ukoliko se koristi dug, odnosno finansijska poluga. I pošto je rizik povezan sa poreskim zaklonom rizika toka plaćanja (240) kamata, to je i odgovarajuća diskontna stopa (12%) zapravo kamatna stopa nba dug: 240 * 12 = 240 : 0,12 = 2.000 dolara. Prema tome, vrednost preduzeća jednaka je vrednosti bez zaduživanja plus vrednost poreskog zaklona: ako je zahtevani povraćaj na trajni kapital preduzeća X, koje ne koristi finansijsku polugu (nema dug) 16% vrednost preduzeća bi iznosila 1200 : 0,16 = 7.550 dolara; ukupna vrednost preduzeća Y, koje koristi finansijsku polugu (ima dug) iznosila bi 9.500 dolara, pošto se zaključuje vrednost poreskog zaklona. To, pak, znači da što je veći iznos duga veća je i vrednost poreskog zaklona, a time veća je i vrednost preduzeća.[1121]

Međutim, u finansijskoj praksi uštede na porezu koje su povezane sa politikom upotrebe duga nisu sigurne i zagarantovane. Nizak prihod, koji se prijavljuje, dovodi do smanjenja poreskog zaklona zbog duga (t_eB). Tada se oseća pritisak plaćanja za kamate, koje opterećuju novčane tokove preduzeća. Preduzeća koje ide u stečaj i likvidaciju gube pravo na uštede na porezu, koje su povezane sa dugom. Isti je slučaj i sa smanjenjem korporacijske poreske stope, kao i sa napuštanjem posla. Poreski zakon. koji je povezan sa finansiranjem duga, samim tim, je manje izvestan. Usled toga. Harry De Angelo i Ronald W. Masulis unose koncept refundiranosti poreskog zaklona, koji pokazuje da preduzeća, osim kamata na dug, imaju i druge načine da zaklone prihod: iznajmljivanje, inostrani poreski zakloni, investicije u nematerijalna dobra, upotreba opcijskih i terminskih ugovora. Niske zarade dovode do pada poreske obaveze do nule. Samim tim, preduzeće se nalazi u nemogućnosti da upotrebi plaćanja kamata pri poreskom izuzeća.

Rast zarada uvek ne može da rekompenzira sva izuzeća od plaćanja poreza. A ukoliko preduzeće koriste "više duga", određena poreska izuzeća mogu bi refundantna, uključiv i poresko izuzeće kamata. To može da ometa jedno pravo na prenos gubitaka unapred i unazad, kao poreski gubitak prihoda države u vidu fiskalnih stimulansa investicija.[1122]

Prisutnost poreza na personalni prihod može ukloniti korporacijski poreski zaklon, koji je uslovljen dugom, osim ako se prihodi na deonice oporezuju po istoj

[1121] E. Modigliani, Debt and Taxes, Journal of Finance, maj 1977, str.266-268.

[1122] H. De Angelo i R.W. Masulis, Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation, Journal of Financial Economics, mart 1980. st.3-29.

poreskoj stopi kao i lični prihod. Da bi to i pokazao Van Horne uzima isti primer za preduzeće X i Y i primenjuje poresku stopu od 30% na lični prihod na .... od duga i od deonica:[1123]

	Preduzeće X	Preduzeće Y
Prihod od duga	0	600
Umanjenje za porez na lični prihod od 30%		180
Prihod od duga umanjen za porez	0	420
Prihod raspoloživ deoničarima	1.200	840
Umanjenje za porez na lični prihod od 30%	360	252
Prihod deoničara posle plaćanja poreza	840	588
Prihod vlasnika duga i deoničara posle plaćanja poreza	840	1.088

Ovde se jasno vidi da poreska prednost, koja je povezana sa dugom, ostaje, iako je ukupan prihod posle poreza za vlasnike duga i za vlasnike deonica manji nego ranije. Zbog toga bi sadašnja vrednost korporacpjskog poreskog zaklona uz prisustvo poreza na personalni prihod iznosila:

$$P_2 = \left[1 - \frac{(1-t_c)(1-t_{pc})}{1-t_{pd}} \right] \cdot B$$

gde su ts-korporacijska poreska stopa, B-tržišna vrednost duga preduzeća, t_{pc} - porez na lični prihod od običnih deonica, t_{pd} - poreska stopa na lični prihod. koja je primenjiva na prihod od duga. Prema tome, korporacijska poreska vrednost duga ostaje ista ako se prihod od duga i prihod od deonica oporezuju po istoj stopi na lične prphode (pošto je $t_{pc} = t_{pd}$) Ipak, znamo da se prihod deonica sastoji i od dividendi i od kapitalnog dobitka. Prihod od dividendi u najvećoj je meri oporezovan po istoj poreskoj stopi. kao i prihod od kamata. Kapitalni dobici se često oporezuju po nižoj stopi. Čak i kada su kapitalni dobici oporezovani po istoj stopi, kao i običan prihod, ipak postoji prednost kod kapitalnog dobitka. Jedan razlog je taj što se porez odlaže sve dok se vrednosni papir ne proda. Za one koji vrednosne papire, kod kojih vrednost raste, daju kao poklone iz dobrotvornih razloga, porez se uglavnom može izbeći, kao i u slučaju kada neka osoba umre. Zbog tih razloga, efektivan porez na kapitalne dobitke, u smislu sadašnje vrednosti, manji je od poreza na prihode od kamata i dividendi, čak i kada je federalna poreska stopa ista. Za sada pretpostavimo da je ukupan prihod deonica (dividende i kapitalni dobitak) oporezovan po nižoj stopi na lični prihod nego prihod duga (kamate). U toj situaciji je smanjena prednost korporacijskog poreza koja je uslovljena korišćenjem duga. Ipak, pretpostavimo da je stopa poreza na lični

[1123] J.C Van Horne, op. cit., St. 288.

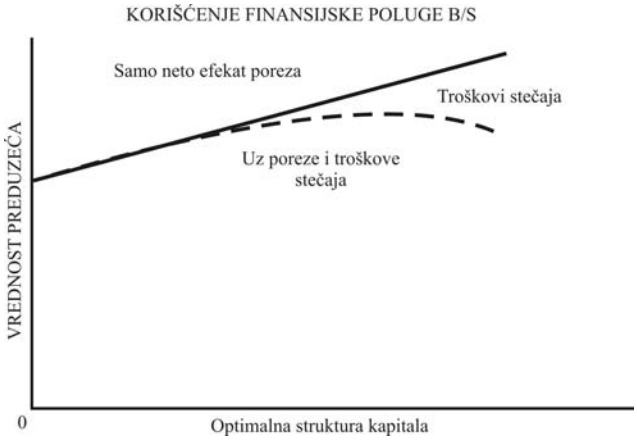
prihod, koja se primenjuje na prihod duga, t_{pd} pozitivna. U toj situaciji, preduzeće će trebati odlučiti o finansiranju putem duga ili putem deonica. Ukoliko se jedan dolar operativne zarade isplati kao kamata vlasnicima duga, preduzeće ne plaća korporacijske poreze na taj iznos, s obzirom na to da je kamata kao trošak izuzeta od plaćanja poreza. Ako je dolar operativne zarade umesto ovog i usmeren deoničarima, preduzeće plaća porez na takvu zaradu po korporacijskoj stopi. Ako se preduzeće brine samo o prihodu investitora nakon poreza, tada bi se ono finansiralo ili putem duga ili putem deonica, u zavisnosti od relativnih vrednosti t_{pd} i t_c. Ako je stopa poreza na lični prihod viša od korporacijske poreske stope, tada bi preduzeće finansiranje vršilo pugem deonica, s obzirom na to da bi tada prihod investitora nakon plaćanja poreza bio viši. Ipak, ako je t_{pd} manja od t_c, finansiranje bi se vršilo putem duga, jer je prihod investitora iakon plaćanja poreza u tom slučaju viši. Ako je t_c a jednako t_{pd}, tada bi finasiranje putem deonica ili putem duga predstavljalo odluku u uslovima indiferencije[1124].

Promene u strukturi kapitala nemaju nikakvog uticaja na ukupno vrednovanje preduzeća, veli Merton Miller i tvrdi, da se u situaciji tržišne ravnoteže efekti poreza na lični prihod i korporacijskog poreza poništavaju (pod pretpostavkom da je stopa poreza na lični prihod od deonica, t_{pd}, jednak nuli).[1125] Milerov model pretpostavlja da u graničnoj situaciji stopa poreza na lični prihod od duga t_{pd}, a, mora biti jednaka korporacijskoj poreskoj stopi, t_c. A kada je $t_{pd}= t_c$, tada promene u učešću duga u strukturi kapitala ne dovode do promena u ukupnom prihodu investitora posle poreza. Međutim, različiti investitori imaju različite stope na personalni prihod: penzioni fondovi su izuzeti od plaćanja poreza. a pojedinci sa visokim prihodima "nezasiti" su po poreskim razredima sa visokim poreskim stopama. Investitor koji je izuzet od plaćanja poreza teži da investira u dug. Investitor koji se nalazi u poreskom razredu sa visokom poreskom stopom preferira deonice toga preduzeća. I, ukoliko postoji obilje investitora, koji su izuzeti od plaćanja poreza, preduzeće želi da poveća ponudu svoga duga. Sa povećanjem ponude duga redukuje se sposobnost investicione klijentele, koja je izuzeta od plaćanja poreza i povećana prodaja duga klijenteli u višim poreskim razredima. Preduzeća, koja nudi dug, prestaju sa njegovim emitovanjem, u momentu kada, je granična poreska stopa klijentele, koja investira u taj instrument, izjednačena sa korporacijskom poreskom stopom. "U toj tački kaže se da su tržišta duga i deonica u ravnoteži. pa pojedinačno preduzeće nije u mogućnosti povećati svoju ukupnu vrednost putem povećavanja ili smanjivanja iznosa duga u svojoj strukturi kapitala. Prema tome, u tržišnoj ravnoteži. za korporacije se kaže da su nesposobne povećati svoju vrednost putem promene njihovog stupanja korišćenja finansijske poluge.[1126]

[1124] Ibidem. st. 285.
[1125] M. Miller, debt and Taxes , Journal of Financ, maj 1977, st. 266-268.
[1126] J.C Van Horne, op. cit., st. 291.

11.4. Porezi i troškovi stečaja

Preduzeća koja povećavaju korišćenje finansijske poluge povećavaju simultano i sadašnju vrednost poreskog zaklona: Vrednost preduzeća jednaka je Vrednosti preduzeća bez korišćenja finansijske poluge plus sadašnja vrednost neto poreskog zaklona uz dug. Ukoliko, pak, dođe do troškova stečaja preduzeća, koje koristi dug, eksterno korišćenje finansijske poluge biće "kažnjeno" od strane investitora.



Uz neizvesnost poreskog zaklona, to dovodi do toga da se vrednost preduzeća povećava po opadajućoj stopi. Zajedničke efekte poreza i troškova stečaja Van Home je prikazao grafički:[1127]

Van Horne je, zapravo, prikazao kako se linija neto poreskog efekta "zakrivljuje" prema vodoravnoj osi tako da se sve više koristi finansijska poluga. Troškovi stečaja, pri tome. smanjuju vrednost preduzeća i povećavaju neizvesiost poreskog zaklona. "Optimalna struktura kapitala, po definiciji, je tačka pri kojoj se maksimizira vrednost preduzeća. Prema tome, imamo kompenziranje između poreskih efekata koji su povezani sa korišćenjem finansijske poluge, kao i očekivane troškove stečaja koji nisu linearni, a koji nastupaju kada se korišćenje finansijske poluge nastavlja nakon određene tačke."[1128]

[1127] Ibidem, st. 297
[1128] Ibidem, st. 297.

12. INDUSTRIJSKA POLITIKA I DRŽAVNA POMOĆ PREDUZEĆIMA

Kojim i kolikim sredstvima država pomaže preduzeća (bez obzira da li se radi o preduzećima koja su zapala u ekonomske poteškoće ili o preduzećima koja forsiraju nove investicione projekte, nove proizvodne programe i novu tehnologiju) jeste krucijalno pitanje za uspostavljanje novih odnosa između industrijske fiskalne (poreske i budžetske) politike. Dosadašnja uvažena mišljenja da države pojedinih zemalja pomažu preduzeća "lakom i širokom rukom" u finansijskoj praksi nisu empirijski verifikovana, jer izdaci iz budžeta zapadnoevropskih država ne iskaču iz evropskih standarda. Ekonomske "priče" o državnoj velikodušnosti prema "problematičnim" preduzećima, sektorima i granama preko direktnih i indirektnih pomoći kroz razne formule (a najčešće preko posebnih fondova, poreskih olakšica i beneficiranih kamata) jednostavno više nisu tačne iz razloga što su tzv. državne pomoći bile sve manje tokom čitavih 80-tih godina.

Unutar grupacije zemalja EU sredstva državne pomoći imaju različite kvantitativne dimenzije, a naročito u Italiji, Francuskoj, V. Britaniji i Nemačkoj. Pomoć kod investiranja i tehnološke obnove preduzeća, kao glavna vodilja politike podrške industrijskom sektoru i preduzetništvu, "odnela" je 31.500 milr. lira godišlje u Italiji u periodu 1981-88. god.. odnosno 100 mlrd. franaka u Francuskoj samo u 1988. god. Francusku inače prati fama o jakim dirižističkim skolnostima, pošto država zaštišički nastupa prema industriji. Krizni sektori, kao što su cela metalurgija, brodogradnja i rudnici uglja, mogu još uvek da računaju na državnu potporu. Zaokret je ipak vidljiv na početku 90-tih godina u kojima se manje-više uspenšo izvlači granica između podstcanja razvoja i tzv. pukog intervencionizma. Državna pomoć se sve više orijentiše ka inovacijama, istraživanjima i regionalnom razvoju sa naglašenom socijaliom dimenzijom po osnovu rešenja problema nezaposlenosti i pomoći malim i srednjim preduzećima.

U Nemačkoj iskustvo Maršalove pomoći Fonda za subvencionisano kreditiranje nije bačeno u zaborav, iako institucnonalizovana podrška preduzećima i sektorima oficijelno ne egzistira. No, i pored toga, dotični Fond danas raspolaže sa finansijskim potencijalom od preko 9,5 mlrd, maraka za pomoć od oko 20.000 preduzeća godišnje. Pomoć faktički dobijaju preduzeća koja mogu da pruže "jake" garancije o "nerasipanju" sredstava po rigoroznim merilima banke. Savezne države imaju glavnu ulogu u politici podrške industriji; a upravljaju se autonomnim fondovima od oko 17 mlrd. maraka.

U V. Britaniji politika "rasterećenja", koju uživa privreda od 1984. god. reanimovala je investiranje, koje je dopunjeno mehanizmima industrijske politike usmerene u pravcu podizanja tehnološke konkurentnosti. Smanjeni porezi preduzećima i kompanijama sa intervencijama u manje razvijenim zakonima kroz poreske olakšice, diversifikovanu regionalnu politiku, direktnu podršku preduze-

ćima, budžetsku pomoć za naučna i tehnološka istraživanja, a posebno poreske olakšice za operacije kupovine malih preduzeća doprineli su stimulaciji aktivnosti "venture" kapitala. U sprezi između industrijske i fiskalne politike teži se ipak prikazivanju redukujuće forme intervencionizma u skladu sa deregulacijom.

No, sa približavanjem 1992. god. brojni institucionalni mehanizmi državne pomoći moraju da dožive i pretrpe značajne promene, pošto se unutar EU već insistira na donošenju novog kodeksa ponašanja. "Kodeksom ponašanja" definisali bi se zajednički elementi državne pomoći preduzećima, sektorima i granama. Na jedinstveni način regulisala bi se pitanja: kakva je pomoć dozvoljena, kolika je pomoć moguća, kakva je pravna priroda subvencionih fondova, koliko je državno učešće i koji su ciljevi razvoja koji opravdavaju upotrebu javnih sredstava. U tom sklopu, svaka zemlja EU treba da zna koliko može da interveniše u svojoj privredi, a da se ne povrede pravila Unije i ne naruše pravila slobodnog evropskog tržišta od 1.1. 1993. god.

Savremeni državni intervencionizam u formi tzv. monitoring economy (Siegel) implikuje komplementaran odgovor javnog sektora na preduzeće privredne akcije privatnog sektora u vidu podržavanja razvoja propulzivnih sektora, podsticaja tehničko-tehnološkog progresa, finansiranja infrastrukture, fiskalnih beneficija, subvencionisanja, itd. U tom kontekstu, savremene države posebnu ekonomsku pažnju posvećuju razvoju nedovoljno razvijenim područjima radi harmonizovanja globalnog, strukturnog, sektorskog, regionalnog interregionalnog, subregionalnog i lokalnog razvoja[1129]. Za ubrzavanje razvoja nerazvijenih područja u razvijenim industrijskim zemljama koriste se brojni mehanizmi; subvencije, dotacije, odobravanje zajmova sa niskom kamatnom stopom, fiskalne pogodnosti i beneficije, prodaja zemljišta i zgrada na nerazvijenim područjima po povoljnim cenama za potrebe industrije. davanje povlastica industriji pri kupovini deficitarnih sirovina, određivanje povlašćenih tarifa za javne usluge, obaveze državnih preduzeća da investiraju u nerazvijena područja, administrativne zabrane za nove ganeracije u visokorazvijenim i urbano prenaseljenim regionima, davanje državnih subvencija u raznim vidovima (premije pri nabavci investicione opreme, premije za zapošljavanje novih radnika, učešće u izdacima za istraživački rad.).

Subvencije. U Italiji se daju subvencije pri formiranju proizvodnih kapaciteta u manje razvijenim regionima za zanatstvo i mala industrijska preduzeća 35-50% ukupnih investicija, za srednja preduzeća 15-30% i za velika preduzeća 7-12%. Svim preduzećima ova subvencija se povećava za novih 10% za izdatke za mašine i opremu proizvedenu na jugu i za izdatke za nabavku instalacija opreme za sprečavanje zagađivanja. U Francuskoj egzistiraju premije za regionalni

[1129] Dr S Blagojević, Regionalne disproporcije razvoja i politika i njihovom usklađivanju u okviru EEZ. Finansije 11-12/75 str 662-667. Dr Ž Jašić, Budžet i privredni razvoj, Narodne novine i Ekonomski institut, Zagreb, 1980, g. Str 120-133, K.W.Rrokamp, Fiskal Policy and effects of Goverment Purchases, A Input-output Analyisis, Public Finance 1/69 str 33-48, R.Musgrave, Theoretics of Fiscal Federalizm, Public Finance 4/69, str 52-537 i S. Bewamin, The Interregional Input output model and Interreional Public finance Politic finance 4/69. Str. 618-624

razvoj od 12-15% od izvršenih investicionih ulaganja, za nadoknadu troškova za preseljavanje preduzeća iz pariske oblasti i do 60% troškova, za nadoknadu troškova, za formiranje stručnjaka, seobu i smeštaj radnika, za pomoć lokalnim organima pri kupovni ili uređenju zemljišta do 25% vrednosti investicija i za kupovinu, izgradnju i opremanje industrijskih građevina, U Nemačkoj javno finansiranje vezano je za formiranje ili proširivanje industrijskih preduzeća od 10-25% vrednosti investicija. U Holandiji subvencije se daju u iznosu od 25% vrednosti investicija u nove kapacitete i 15% za ekspanziju postojećih kapaciteta. U Danskoj subvencije se kreću i do 25% vrednosti investicija. U Belgiji subvencije se dodeljuju u slučaju kada se investicije finansiraju iz sopstvenih sredstava i to u visini bonifikacije kamate koja se daje u slučajevima finansiranja putem kredita. Bonifikacije kamate ili subvencije u kapitalu mogu biti zamenjene "premijama za zapošljavanje za period od pet godina. U V. Britaniji daju se subvencije za nabavku nove investicione opreme u iznosu do 22% i premije za svako dodatno zapošljavanje. U Irskoj subvencije iznose do 40% prednosti investicija u određenim i do 25% u ostalim nedovoljno razvijenim područjima. Za modernizaciju i rekonstrukciju postojećih kapaciteta subvencije iznose i do 35%, odnosno do 25% dok se za naučno-istraživački rad subvencije kreću i do 50%. U Luksemburgu subvencije se daju jedino ako se projekt finansira iz sredstava koja nisu zajmovi i to najviše do 15% od vrednosti investicija. Konačno, u Švedskoj vlada stimuliše zapošljavanje u nerazvijenim područjima putem premija, koje se daju svakom pojedincu koji se seli iz tzv. centra razvoja, i putem povlastica u saobraćaju[1130].

Dotacije. U Italiji egzistiraju dotacije u iznosu od visine troškova gradnje objekata, dotacije u iznosu od 10% za nabavljenu opremu i uređaje u razvijenim područjima, 20% za nabavljenu opremu u nerazvijenim područjima. U Nemačkoj iz Fonda za regionalne razvojne programe u industriji i turizmu daju se dotacije u iznosu od 15% investicija, odnosno do 25% za smanjenje investicionih troškova u graničnim područjima. U Francuskoj sredstva za finansiranje razvoja nerazvijenih područja potiču iz Fonda za uređenje teritorija (Fond d Intervention pour Amengament du Territorie), fonda za ekonomski i socijalni razvoj (Fond du Deve1oppment Economique et Social) i lokalnog Fonda za regionalni razvoj (Societes de Developpement Regional) u vidu dotacija, subvencija i povoljnih zajmova. U V. Britaniji se odobrava posebna dotacija za izgradnju pojedinih objekata radi povećavanja zaposlenosti, dotacija za rashode u vezi sa preseljenjem preduzeća i radnika u nerazvijena područja, i za obrazovanje kadrova i prekvalifikaciju radnika, dotacija za izgradnju objekata, posebne namenske dotacije i do 85% troškova čišćenja zapuštenih i zagađenih područja, posebne dotacije do 30% troškova za poboljšanje infrastrukture i dotacije do 30% troškova nadnica u novoosnovanim preduzećima[1131].

[1130] Ukupna sredstva za finansiranje nerazvijenih područja iznose oko 5% rashoda centralnog budžeta ili 1.5% društvenog proizvoda.

[1131] Izdavanje sredstava za finansiranje razvoja nerazvijenih područja iznose preko 1% od ukupnih javnih

Bonifikacje kamata. Bonifikacje kamata koriste se u Belgiji, Luksemburgu i Italiji. U Belgiji, preduzeća koja investiraju u zonama razvoja dobijaju bonifikaciju na zajmove, kredite i obligacije. U Luksemburgu, bonifikacija se odobrava na zajmove za finansiranje investicija za industrijske uređaje, zgrade, istraživački rad i kadrove. U Italiji bonifikacije kamate dobijaju industrijska preduzeća locirana na jugu po osnovu investiranja u nove kapacitete i modernizaciju i rekonstrukciju postojećih instalacija u iznosu od 30-50%. U Holandiji bonifikacija kamate iznosi 3% u toku 15 godina. U Nemačkoj daju se krediti pod povoljnijim uslovima na 50% rashoda za investicije.

Fiskalne beneficije. U Italiji se odobrava smanjenje poreza na deo dobiti koji se reinvestira na jugu. Olakšice se odnose i na porez na građevinski materijal, porez na kupovinu i prenose zemljišta i zgrada, porez na električnu struju i takse za registraciju novih kompanija. U Belgiji egzistira oslobođenje od lokalnog poreza na radnu snagu i instalisanu motornu snagu, poreza za registrovanje kompanija i poreza na nekretnine, kao i smanjenje poreza na profit koji se reinvestira[1132]. U Francuskoj postoje olakšice kod poreza na zemljište i na reinvestiranu dobit, i oslobođenje od poreza na patente i poreze na nasleđe. U svim zemljama članicama EEZ/EU egzistira ubrzana amortizacija. U Italiji postoji čak dvostruka amortizacija u toku tri budžetske godine, dok u Francuskoj egzistira "izuzetak" amortizacije do 25% od troškova izgradnje. U V. Britaniji početni otpisi dozvoljeni su do 40% iznosa vrednosti investicija, dok investicije u najnerazvijenijim regionima uživaju povlastice ubrzanog otpisa u punom iznosu. Država daje posebne, specijalne povlastice u vidu besplatnog iznajmljivanja fabrika ili stavlja na raspolagalje novosagrađenu fabriku uz povlašćeni zakup,

Javne pomoći. U Nemačkoj se iz javnih fondova dodeljuju pomoći i subvencije između 10% i 25% u zavisnosti od identifikovanih polova razvoja.U Danskoj premije za investicije kreću se do 25%. U Nemačkoj javne pomoći daju se u vidu zajmova malim i srednjim preduzećima, beneficiranih zajmova prerađivačkoj industriji, investicija i infrastrukturi i posebnih davanja iz fondova socijalnog osšuranja. U V. Britaniji sredstva lokalnih organa vlasti su izvor javne pomoći industriji u nerazvijenim regionima, dok država daje prioritet nabavkama iz budžeta iz nerazvijenih područja.

Participacije države i lokaliteta. Pored direktnih stimulisanja investicija, postoje i participacije države ili lokaliteta u preduzećima na nerazvijenim područjima. U Francuskoj ovo učešće države kreće se do 35% kapitala preduzeća. Italija je čak osnovala i specijalni organizam - Finansijsko društvo juga, koji participira u kapitalu preduzeća. Pri tome, i Casa per il Mezzogiorno odobrava subvencije i do 50% angažovanih sredstava za izgradnju industrijskih aneksa i to onim preduzećima u regionima juga za izgradnju kapaciteta transporta i luka, i uređenje

---

rashoda ili 0.48% društvenog bruto proizvoda.

[1132] Izdavanja u ove svrhe iznose 0.2% od sveukupnog budžeta i 0.4 od federalnog budžeta.

zemljišta i sl. U V. Britaniji[1133] država učestvuje u troškovima gradnje novih industrijskih kapaciteta i pri nabavci nove investicione opreme. Učešće u troškovima izgradnje, kupovine i adaptacije industrijskih građevina iznosi do 20%, a učešće u troškovima premeštanja kapaciteta i do 80%.[1134]

Prema tome, šarolik je nivo pomoći razvoju - od subvencije autobuskim preduzećima koja drže linije za nerazvijene krajeve (Norveška) do krupnih državnih intervencija u granama i regionima koje treba pomagati (Švedska). U Švedskoj su preduzeća ovlašćena da mogu izdvajati do 40% profita pre oporezivanja u investicioni fond za korišćenje u zoni za "specijalnu pomoć". U Španiji se pomaže zonama koje imaju potencijalne mogućnosti razvoja. U Nemačkoj postoje područja sa posebnim statusom i ekonomskim subvencijama za razvoj (pokrajine). U Finskoj postoji čak fond, kao akcionarsko društvo, u kome država ima najveći broj obveznica.[1135] S druge strane, države daju pogodnosti za preseljavalje i podizanje novih fabrika u provinciji (Francuska, Engleska i Grčka), i smanjenje koncentrisanosti privrede i stanovništva oko glavnih gradova (Belgija, Danska i Švajcarska). Olakšicama i subvencijama pojedine zemlje usmeravaju industriju u manje razvijena područja (Holandija i Poljska)[1136]. Stimulisanjem kapitala da se kreće ka manje razvijenim krajevima i davanje garancije na zajmove i povoljne kamatne stope (SAD, Kanada i Austrija) obezbeđuju se donupska sredstva za razvoj nerazvijenih područja. Konačno, u Italiji 1950, god. formiran Fond za razvoj Juga. U prvoj fazi fond je stimulisao izgradnju i infrastrukture. Druga faza je podrazumevala velike zahvate u poljoprivredi, jer se na osnovu početnih rezultata došlo do zaključka da industrija ne može da se nakalemi na ekonomski nekultivisano tle bez radnih navika i proizvodnjom fundirane potrošnje. U trećoj fazi je došlo do intenzivnijeg podizanja i preseljavanja fabrika uz obilatu pomoć fonda koji podstiče razvoj male i srednje privrede, stimuliše preseljavanje direkcija preduzeća, razvojnih centara i projektnih organizacija sa Severa. Preduzeća su oslobođena socijalnih doprinosa za zaposlene i poreza, i primaju kredite pod povoljnijim uslovima. Među stimulanse za povećanje slobodnog nivoa tražnje, proizvodnje i zaposlenosti posebno su značajne gotovinske dotacije za kupovinu

---

[1133] U V,. Britaniji su svojevremeno koristi o Zakon o regionalnom rasporedu industrije, Zakon o lokalnom zapošljavanju iZakon o finansiranju, koji su punopravni u toku 1972 i 1975. God

[1134] U okviru EEZ je u toku 1975 godine institucionalizovan zajednički Fond za regionalni razvoj. Fond se alimentira sredstvima iz budžeta Eez po utvrđenom procentu u okviru participacije (doprinosa) zemalja članica EEZ.

[1135] U EEZ egzistira i poseban Fond za pomoć razvoju Irske i južne Italije. No, Kapital ide tamo gde je najveća razlika između njegovog prinosa i opterećanja, jer različiti sistemi oporezivanja prave smetnje integrisanju. Iz budžeta EEZ (18 mlrd usa) Ooko 5% odlazi na regionalne (75% na ZPP, 6% na administraciju i 5% na socijalne izdatke). Regionalni dispariteti, međutim, u EEZ i dalje iznose 6:1 između nerazvijenog Hamburga i najnerazvijenije Kalabrije, (A.M.El Agraa Red). The Economics of the European Community, Philip Allon, Oxford, 1980.

[1136] U SSSR se državnim planom i državnim budžetom podstiče razvoj nedovoljno razvijenih republika, oblasti i okruga bespovratnim investicijama iz državnog budžeta, budžetskim dotacijama i beneficiranim bankarskim kreditima.

osnovnog kapitala, proširenje i reaktiviranje postojećih sredstava, zapošljavanje mladih i obuku kadrova, sniženje lokalnih poreza, subvencioniranje zajmova i dr.

Japan je 1950. god. doneo osnovni zakon o uređivanju nacionalne teritorije, a 1962. god. i nacionalni plan razvoja. Pored toga, formirana je banka za razvoj (sa zadatkom da kreditira preduzeća u nerazvijenim područjima po povoljnijim uslovima) i osnovano je društvo za regionalni razvoj koje planira javne investicije i orijentacione mere radi otklanjanja koncentracije i podsticanja disperzije industrije osnivanja istraživačkih ustanova i visokih škola u seoskim regionima. Subvencije centralne vlade regionalnim jedinicama za unapređenje infrastrukture, stimulansi vlasnicima fabrika za dodatno nivestiranje u nerazvijena područja i druge podsticajne mere doprinose sveukupnom regionalnom razvoju,

U Nemačkoj je 1958. god. usvojen program politike regionalnog razvoja, a 1972. god, i plan Zajednice za poboljšanje regionalne privredne strukture, kao organizacije savezne i pokrajinskih vlada, koje je finansiraju u proporciji 50:50%. Tzv. program "privrednog rasta" (depresiranih regiona subvencionisanjem investicija, bespovratnim sredstvima za razvoj infrastrukture i javnih službi), "stabilizacije" (eliminisanje dekonjunkture i strukturnih debalansa u nerazvijenim područjima) i "izjednačavanja"' ili "pravičnosti" (smanjenje međuregionalnih razlika u mogućnostima građana za sticanje dohotka i korišćenje javne infrastrukture) inkorporiše; subvencionisanje investicija, bespovratne investicije, oslobođenje preduzeća za period od 10 godina od plaćanja poreza subvencionisanje otvaranja novih radnih mesta, subvencije za razvoj istraživačkih laboratorija, subvencije za izgradnju turisitčkih objekata, garancija za malu privredu, beneficirane kamate, transportne refakcije, subvencija za dislokaciju industrije iz velikih gradova, beneficije za razvoj poljoprivrede, energetike, obrazovanja i zaštite čovekove sredine. Fondovi za regionalni razvoj institucionalizovani su u svakoj pokrajini, a sredstva se obezbeđuju i od Evropske ekonomske zajednice.[1137]

Švedeka je 1964, god. definisala politiku podsticanja regionalnog razvoja, koja anglobira: dislociranje postojećih preduzeća i subveicije za otvaranje novih preduzeća, dislociranje državnih institucija i javnih službi, direktne i indirektne intervencije države. "izravnanje poreskog opterećenja" (radi izjednačavanje komunalne i javne infrastrukture nerazvijenih područja sa nacionalnim prosekom), subvencionisanje investicionih napora i poslovnih rizika poslodavaca koji otvaraju ili prenose svoja preduzeća u nerazvijene regije, subvencionisanje otvaranja novih radnih mesta za određene investicije ukoliko su u skladu sa programom proizvodnje regionalnog razvoja i upošljavanja dogovorenog broja radnika), regionalni krediti pod povlašćenim uslovima i sa garancijom fondova, premije za uvođenje novih proizvoda, subvencije za obrazovanje radnika, refakcije transportnih troškova, subvencije telekomunikacionih tarifa, dotacije za razvoj javnih službi itd. Pri svakom srezu formiran je fond za regionalni razvoj[1138].

[1137] Opširnije vidi:R.Muzellec, Finances publiques, Sirey, Paris, 1982.

[1138] Uporedi: L.J. Votlicoff, Taxation and Saving, Jorurnal of Economic Literature, Vol 22,1984,st.1576-

U Irskoj se posebno praktikuju dotacije za investicije malim industrijskim preduzećima, dotacije za modernizaciju i readaptaciju opreme, subvencionisanje zakupa nepokretnosti za poljoprivredna i industrijska preduzeća, zajmovi po niskoj kamati i pružanje besplatnih usluga. U Brazilu su karakteristična oslobađanja od poreza na dohodak, poreza na fabrike i mašine kupljene radi osnivanja preduzeća u nerazvijenim regionima i carina na uvoz, određenja poreskih oslobađanja za investicione projekte preko državnih regionalnih agencija za razvoj. Konačno u Maleziji egzistiraju dugoročna oslobađanja od poreza na dohodak za preduzeća koja svoje operacije lociraju na određenim razvojnim regionima, za investiranje u osnovni kapital i za zapošljavanje dodatnog rada.

U politici redukovanja dispariteta u regionalnom razvoju savremenih zemalja koriste se brojne mere i instrumenti: kontrola lokacije privredne aktivnosti i proizvodnih kapaciteta, obezbeđenje društveno-ekonomske infrastrukture, kompleksno regionalno planiranje, devizne i uvozne dozvole, budžetske dotacije, razvojni fondovi i fiskalni stimulansi. U tom kontekstu, regionalni fiskalni stimulansi, kao što su poreski stimulansi na proizvodnju, poreski stimulansi na profite, poreski stimulansi u sferi potrošnje i ostali stimulansi, od posebnog su društveno-ekonomskog značaja.

Poreski stimulansi na proizvodnju uključuju različite stepene izuzimanja od poreza na proizvodnju (kao što su porez na prodaje, porez na promet i porez na dodatnu vrednost) i od poreza na dohodak ili profita preduzeća (ukoliko se privlače investiciona ulaganja iz inostranstva). Poreski stimulansi na investiciona ulaganja odnose se na kupovine roba i usluga, modernizaciju osnovnih sredstava, zapošljavanje, naučna istraživanja, tehnologiju idr. Kao stimulansi se obično koriste više stope amortizacije, inicijalnih otpisa, poreski kredit, olakšice i oslobađanja od poreza na dohodak i lični dohodak i izuzeća od plaćanja poreza na promet, carina, poreza na imovinu i taksu za registraciju. Stimulansi u sferi potrošnje anglobiraju plaćanje od strane države preduzećima u procentu od cene koštanja osnovnog kapitala, od fonda za isplatu najamnina, od izdataka na obuku, od izdataka za istraživanja i od izdataka za premeštanje objekata iz razvijenih područja. Najzad, ostali stimulansi obuhvataju razne subvencionisane stavke (kamate na zajmove, komunalne i transportne usluge, zakupnine, građevinska zemljišta i sl.).

U finansijskoj politici i praksi savremenih zemalja, prema tome, egzistiraju brojni fiskalni stimulansi koji deluju u pravcu sužavanja regionalnih razlika u dostignutom stepenu razvoja materijalnih proizvodnih snaga. U politici sužavanja privrednog jaza između geografskih područja koriste se brojni fiskalni stimulansi kao što su: poreski stimulansi za proizvodnju, poreski stimulansi za potrošnju, fiskalni stimulansi za zaposlenost, fiskalni stimulansi za profite, fiskalni stimulansi za investicije. Subvencionisani zajmovi, javne garancije, slobodne trgovinske i carinske zone, carinske povlastice, beneficirana kamata, bespovratno finansiranje

infrastrukture, povlašćene tarife, uvozne dozvole, prioritetno zaduživanje u inostranstvu, povlašćena transportna tarifa, beneficirani zakup zemljišta, beneficirane cene za javne isporuke.

Poreski stimulansi na ulaganja u kapital koriste se u Argentini, Austriji, Belgiji, Danskoj, Finskoj, Francuskoj, Grčkoj, Holandiji, Indoneziji, Italiji, Japanu, Kanadi, Irskoj, Keniji, Luksemburgu, Meksiku, Nemačkoj, Portugaliji, Singapuru, SAD, Španiji, Švajcarskoj, Švedskoj, Finskoj, V. Britaniji, Gvineji, Maleziji, Iranu, Filipinima, Bocvani, Boliviji. Poreski stimulansi na profite upotrebljavaju se u Brazilu. Indiji, Čileu, Grčkoj, Hondurasu. Indoneziji, Izraelu, Italiji, Kini, Kolumbiji. Maroku, Nigeriji, Pakistanu, Paragvaju, Peruu, Šri Lanki, Tajlandu i Venecueli. Poreski stimulansi na proizvodnju koriste se u Indoneziji, Kini, Nemačkoj, Grčkoj, Španiji, Tajlandu, Šri Lanki, Urugvaju i Filipinima. Poreski stimulansi na ulaganja u rad upotrebljavaju se u Meksiku i Izraelu. Slobodne trgovinske zone praktikuju se u Brazilu, Filipinima, Šri Lanki, Panami, Kini, J. Africi i Paragvaju. Stimulansi u sferi potrošnje koriste se u Belgiji, Danskoj, Finskoj, Francuskoj, Grčkoj, Holandiji, Irskoj, Italiji, Kanadi. Španiji i Švedskoj. Ostali stimulansi (subvencionisani zajmovi, subvencionisani zakup zemljišta za industrijska preduzeća, obezbeđenje osnovne industrijske infrastrukture, preferencijalne tarife za komunalne usluge, preferencijalne cene po ugovorima za isporuke državi, državne garancije na zajmove preduzećima, tehnička pomoć državnih ustanova za izradu projekata i obuku nadzora, oslobađanje od uvoznih carina na opremu, delimičan povraćaj carina, preferencijalno tretiranje stranih partnera u zajedničkim ulaganjima, selektivni krediti, beneficirano inostrano pozajmljivanje, izuzeća od poreza na poljoprivredu u hendikepiranim područjima i oslobaćanja od poreza na profit u korist industrijskih i trgovinskih preduzeća u pograničnim područjima) upotrebljavaju se u Austriji, Belgiji, Brazilu, Danskoj, Filipinima, Francuskoj, Finskoj, Grčkoj, Irskoj, Italiji, Japanu, Jugoslaviji, Maroku, Peruu, Španiji, Švedskoj, Tanzaniji, Urugvaju, Ekvadoru, Indoneziji, Gvatemali, Kolumbiji, Šri Laiki i Tajlandu[1139].

U celini posmatrano, naglasak na stimulisanje dodatnog investiranja u osnovna sredstva, isporuke roba i vršenje usluga potrebnih državi i ostalih fiskalnih i vanfiskalnih stimulanasa u politici redukcije regionalnih dispariteta odslikava usredsređivanje više na ponudu nego na tražnju. Međutim, koja je cena koštanja stimulansa za nacninalni fiskus i koji su alternativni metodi, koji, uz datu cenu koštanja stimulansa, odbacuju maksimalne koristi za regionalnu privredu i nacionalni fiskus davanjem ekvivalentnih stimulansa su pitanja koja su i dalje

[1139] J.N Wolf , Cost Benefitand Cost Effectiveness: Studies and Analysis, G. Allen and Urwin, London, 1973; N.W.Richardson,Regional Economics: A Reoder.St.Martin sPress, N York, 1970; The Role of Fiscal Incentives in Reducing regional Imbalances: Some Comparisons, Birsla Instituteof Sceientific Reserch, New Delhi, 1978; G.Kopits, International Comparision of Tax depresiation Practices, SAD 1975., Z. Sh.Sha, Japanes Taxes, 1979-1980. Tokio, 1981 i J.P.Modi , Sužavanje razlika u privrednoj razvijenosti pojedinih regiona pomoću fiskalnih stimulanasa, Finansije 7-8/82 i Finance and development 1982.

ostala bez decidiranih naučnih odgovora. Standardnom analizom upoređenja cene koštanja stimulansa datih iz fiskalnih i budžetskih sredstava i koristi od alociranih stimulansa preko proizvodnje, zaposlenosti, dohotka i poreza može se definisati racionalna odluka o veličini stimulansa sa stanovišta efikasnosti sužavanja regionalnih dispariteta i efikasnosti alociranih resursa. U tom kontekstu, kreatori razvojne politike treba da osiguraju da pri svakom datom budžetskom izdatku po osnovu fiskaliih stimulansa stvore dodatne prihode za nacionalni fiskus na dohodak, lični dohodak, potrošnju, prihod i imovinu.

U toku 1983-1984, godine u EEZ/EU vodile su se diskusije o reformi regionalne politike razvoja i Fonda za regionalni razvoj, koji je obrazovan 1975. god. kao instrument koji dodatnim finansiranjem utiče na smanjivanje razlika unutar nacionalnih privreda zemalja članica, na prioritetan razvoj regiona koji su na najnižem stupnju razvoja i na koordinaciju nacionalnih regionalnih politika. Politika podsticaja regionalnog razvoja posredstvom Fonda alimentirala se iz četiri izvora: (1) Zajmovi sa beneficiranim kamatama koji su odobravani od strane Evropske invseticione banke i Zajednice za ugalj i čelik, (2) pomoć iz Agrarnog fonda, (3) dodatno finansiranje iz Socijalnog fonda i (4) sredstva Fonda za regionalni razvoj. U periodu 1975-83. god., posredstvom Fonda plasirano je 9.175 mil. ECU-a (bivša evropska obračunska jedinica) za aktiviranje investicija u kojima sredstva fonda partipiciraju sa 13-17%.

U dosadašnjsm periodu funkcionisanja Fonda izbijali su sporovi u vezi sa pitanjem ko i koliko doprinosi, i ko i koliko dobija sredstva, prvenstveno iz razloga što je Fond finansirao troškove budžeta zemalja namenjenih regionalnom razvoju i što su dotacije fonda predstavljale svojevrsnu subvenciju budžetima zemalja članica EEZ/EU. Usled toga, u reformulisanoj strategiji Fonda sredstva se raspoređuju u dve kategorije: (1) sredstva koja se daju zemljama članicama u granicama fiskalnih kvota i koja se raspoređuju po ključu za finansiranje nacionalnih programa regionalnog razvoja, i (2) sredstva koja služe za finansiranje zajedničkih projekata. Na taj način, Fond nije samo instrument prikupljanja i raspodele sredstava već i odlučuje o korišćenju sredstava i koordinira nacionalne politike regionalnog razvoja sa politikom EEZ/EU, kako bi se vremenom došlo do jedinstvene, zajedničke politike regionalnog razvoja.

13. OPOREZIVANJE PROFITA KORPORACIJA

U komparativnim fiskalnim sistemima zemalja OECD primenjuju se dva posebna modela oporezivanja dobiti, i to: (a) porez na individualni dohodak (l'impôt sur le revenu des personnes phusigues, Personal incom tax, Einkommensteuer) i (b) porez na dobit (profiti korporacija) preduzeća (l'impŏt sur lee benefices des sotietes, Corparate income tax Kŏrperscnaftsteuer). Porezom na individualni dohodak zahvata se dobit svih preduzeća (koja ne plaćaju porez na

dobit korporacija) radnji i drugih privrednih i profesionalnih luvrativnih aktivnosti fizičkih lica (individualnih, porodičnih, ortačkih); dok se porezom na dobit korporacija zahteva dobit privrednih organizacija sa statusom pravnog lica, koja su organizovana u formi korporacija, kompanija društva na bazi akcionarskog kapitala, i dobit državnih, javnih preduzeća, koja, kao luvrativne organizacije javnog sektora, posluju na principu profita. Ovaj vid oporezivanja prati – u pojedinim zemljama – i poseban porez na dobitke od kapitala – capital gains tax: porast vrednosti raznih oblika imovine, prihodi od prodaje, prihodi od raspolaganja hartijama od vrednosti, kamate na kapital, rente i dr.

Korporacija, kao pravni entitet ili firma, jeste poreski obveznik poreza na dobit. Akcionari, kao sopstvenici kapitala, nisu poreski obveznici. Poresku osnovicu reprezentuje dobit, koja "predstavlja ostatak koji se dobije kada se od bruto prihoda odbiju troškovi vezani za njegovo ostvarenje",[1140] i tipravo za sam proces evaluacije i utvrđivanje dobiti, kao poreske osnovice, vezan je čitav niz pitanja: način obračuna zaliha, utvrđivanje stopa amortizacije, priznavanje kamata na korišćena tuđa sredstva (krediti), primena ubrzane amortizacije i podsticaja investicija, obuhvat poreskih dedukcija i olakšica, i fiskalni tretman poslovnih gubitaka i otpisa dubioza i fiktiva, koja se različito praktično rešavaju, "idući od zemlje do zemlje.

Oporezivanje profita kompanija, pored iznetih kontroverznih pitanja, otvara i "problem dvostrukog oporezivanja onog dela dobiti koji se raspodeljuje akcionarima u vidu dividendi", pošto isplaćene dividende iz "oporezovanog profita postaju predmet ponovnog oporezivanja" posredstvom personalnog poreza na dohodak ("jer dividende predstavljaju prihod akcionara i ulaze kao deo njegovog individualnog ukupnog dohotka".[1141] Fiskalni tretman dividendi – pošto dolazi u koliziju sa principom pravičnosti oporezivanja (nejednak tretman neraspodeljenog i raspodeljenog profita) i sa principom o nedopustivosti dvostrukog oporezivanja istog izvora ("non bis in idem") – u praksi pojedinih zemalja različito je rešen: (a) u jednima se na nivou korporacije oporezuje samo deo profita koji se ne distribuira akcionarima već se zadržava u korporaciji bilo u vidu unošenja u fondove bilo u vidu povećanja kapitala korporacije i (b) u drugim se pak primenjuje tzv. sistem imputacije – integrisanje obračuna poreza uz odobravanje korporacijama "poreskih kredita" po osnovu poreza na isplaćene dividende.[1142]

Oporezivanje dobiti fizičkih i pravnih lica u praksi tržišnih privreda zauzima važno mesto u ekonomskoj politici. budući da ekonomski efekti oporezivanja profita korporacija (ili preduzeća) imaju višestruki značaj: protežu se na "profitabilnost ulaganja i neto poslovni rezultat, na pravce, strukturu i varijante

[1140] Dr K. Bogoev, Oporezivanje dobiti u savremenlm fiskalnim sistemima, u Zbornik radova, „Oporezivanje dobiti preduzeća", Institut za javne financije, Zagreb, 1990. st. 10.
[1141] Dr K. Bogoev, op. cit., str. 11.
[1142] M. Diverger, Elements de fiscalite, D.U.F. Paris. 1976, st. 216–217

investiranja. na formu organizacija privrednih aktivnosti. na uvoz i izvoz kapitala, na promet hartija od vrednosti i izbor njihovog oblika i dr.

Stoga je ovaj fiskalitet često predmet kritičkih ocena sa stanovišta visine poreskih zahvatanja profita korporacija i fizičkih lica. Jer, visoke marginalne i prosečne poreske stope deluju destimulatnvno na formiranje akumulacije i na interes za reinvestiranje, i na podsticanje evazije. Aktuelne poreske reforme delovale su na liniji redukovanja poreskog intervencionizma i reafirmisanja politike neutralnosti poreza. U praksi se javila i kritika široke primene poreskih olakšica, subvencija, beneficija i podsticaja, koji unose distorziju i diskriminacije, naročito između kapitalno intenzivnih i radno intenzivnih grana u privredi, i razvijenih i nerazvijenih regiona. U praksi pojedinih zemalja OECD se, stoga, prilazi politici ukidanja ili redukovanja fiskalnih olakšica i oslobođenja s ciljem da se smanji uticaj poreskog faktora na donošenje investicionih odluka i ukidanja ekonomskih distorzija fiskalnog porekla u duhu generalnog oslonca na tržišne snage[1143] (iz razloga što preferencijalni tretman pojedinih poreskih obveznika nalazi diskriminaciju drugih obveznika). Time se postiže proširivanje poreske baze uporedo sa povećanjem nivoa poreskog randmana i neutralnosti i pravičnosti oporezivanja.

Praksa je, nadalje, ukazala da je, sa aspekta međunarodnog oporezivanja profita kompanija i dobiti od kapitala, važno pitanje asimetrije poreskih jurisdikcija, koje indikuju razlike u efektivnom fiskalnom opterećenju sa negativnim implikacijama na tokove međunarodnog kretanja kapitala i međunarodnog finansiranja. “U nauci i praksi je, s tim u vezi, poznat fenomen “poreskih pristaništa” (tax cavens) - područja sa niskim porezima - koja svojim poreskim privilegijama privlače “poresku klijentelu” iz inostranstva, pružajući im prednosti u međunarodnoj konkurenciji.[1144]Internacionalizacije i globalizacija finansijskih tržišta, generalna liberalizacija, kretanja kapitala, diversifikacija međunarodnog kreditiranja, inovacija finansijskih instrumenata, uticali su, isto tako, i na aktuelizaciju oporezivanja prihoda od portfelja hartija od vrednosti i kamata na zajmove između narodnih bankarskih i finansijskih aktivnosti. Konačno, u vezi izdavanja oporezivanja dobiti korporacija iz poreza naukupan dohodak fizičkih ilca u poseban porez, otvoren je teorijski spor između tzv. integracionista i tzv. apsolutista. “Prvi se zalažu za integrisanje profita korporacija s ostalim prihodima iz poreske osnovice akcionara, i time za oporezivanje dobiti personalnim porezom na ukupni dohodak svakog akcionara. Apsolutisti. pak. smatraju da oporezivanje profita treba sprovoditi apsolutnim, tj. posebnim porezom na ukupni dohodak svakog akcionara. Apsolutisti, pak, smatraju da oporezivanje profita treba sprovoditi apsolutnim. tj. posebnim porezom na profit korporacije, jer se poslovanje korporacija i njeni poslovni rezultati ne mogu pripisivati niti vezivati za stanje i

[1143] Ibidem, st. 17
[1144] Dr K. Bogoev, op. cit,, st. 16.

delatnost akcionara".[1145] Za Jugoslaviju jem stogam važno pitanje: da li institucionalizovati poseban porez na rentu, kamatu, dividendu i porast vrednosti akcija i obveznica, ili pak ove prihode obuhvatiti individualnim porezom na dohodak fizičkih lica (ako se radi o prihodima fizičkih osoba), odnosno porezom na dobit preduzeća (ako se radi o izvorima datih prihoda).

13.1. Korporacijski porezi

U gotovo svim zemljama OECD pravi se jasna razlika između korporativnih i nekorporativnih firmi zbog racionalnijeg oporezivanja. Naime, dobit korporacija jeste predmet oporezivanja u formi tzv. Korporacijskog poreza, pošto akcionarska društva gađaju (instiucionalno) porez na dobit preduzeća. Nekorporativna preduzeća plaćaju pak porez na dohodak fizičkih lica. Ovu kvalitativnu razliku između poreza na dobit korporativnih preduzeća i poreza na dohodak nekorporativnih preduzeća prati i kvantitativna dimenzija, kako sa stanovišta učešća poreza iz dobiti u društvenom proizvodu tako i sa stanovišta učešća poreza iz dobiti (korporacijski porez) u ukupnim poreskim prihodima.[1146]

Podaci pokazuju da korporacijeki porez redistribuira društveni proizvod između 2% i 3% u čitavom periodu 1965-1989, god. Otuda je i učešće poreza na dobit korporacija u ukupnim poreskim prihodima zemalja OECD svedeno na nivo od 10%, što se smatra relativno niskim učešćem u proteklih dvadeset godina ubiranja fiskaliih prihoda budžetskih finansijskih institucija. Ali, i taj relativno niski koeficijent poreske redistribucije je od posebne važnosti za ocenu direktnog uticaja korporacijekog poreza na štednju. investicije i zaposlenost,

U fiskalnoj praksi većine zemalja OECD ne primenjuje se tzv. grupno oporezivanje korporacija i njihovih filijala. U Francuskoj je u primeni teritorijalni princip po kome tzv. prekomorske filijale oporezuju lokalni organi vlasti. U Holandiji se pak dobit prekomoreknh filijala isključuje iz fiskalnog zahvatanja pod uslovom da su dotične filijale subjektn lokalnog oporezivanja.

U finansijskoj prksi zemalja OECD različit je fiskalni tretman stranih izvora dohotka, kao što su dividende i kamate.

Tretman kapitalnih dobitaka je posato tako, veoma različit po industrijski razvijenim zemljama OECD. Određene države OECD (manjn broj) kapitalne dobitke "oslobađaju" iz poreske osnovice pod slovom da su reinvestirani u korporaciju. U većini zemalja OECD se ipak korporativni kapitalni dobici oporezuju u celini korporacijskim porezom iz dobiti.

Fiskalni tretman investicija je izuzetno različit idući od zemlje do zemlje. Fiskalne olakšice u svetu poznate su u formi poreskog kredita (koji se faktički odbijaju od poreske osnovice) i tzv. naknada (Iznos investicionih troškova tretira

[1145] Ibidem , str. 18
[1146] OECD, L imposition des benefices dans une economie globale, Paris. 1992

sekao odbitak od poreske osnovice). Specijalne poreske olakšice daju se i valorizuju odlaganja poreskih plaćanja.

U gotovo svim državama-članicama OECD dozvoljava se kompanijama prenošenje iznosa poslovnih gubitaka unapred i poslovnih gubitaka iz irethodnih godina.

Amortizacija je, u svim savremenim poreskim sistemima zemalja OECD. odbitna stavka od poreskih osnovica. Sistem ravnomernog otpisa i sistem opadajućeg bilansa (koji uključuje i tzv. ubrzanu amortizaciju) jesu u funkciji podsticaja investicija. Sistem opadajućeg bilansa je u primeni u gotovo svim zemljama OECD. izuzev Grčke, Austrije i Italije, koje eksploatišu sistem ravnomernog otpisa. Metod ubrzane amortizacije koristi se u Nemačkoj, ali samo za male kompanije. Japan, Italija, Luksemburg i Irska model ubrzane amortizacije koriste samo za investicije za zaštitu čovekove okoline i energetske investicije.[1147]

Poreski tretman zaliha u praksi je veoma različit. Različiti su i metodi vrednovanja zaliha: tekuća cena, prosečna cena, LIFO, FIFO, indeksiran FIFO. U praksi, ipak, dominiraju varijante FIFO i varijante LIFOPo LIFO modelu poslednja nabavka (robe i inventara) procenjena je da bude prva raspoloživa za prvu zalihu na kraju obračunskog perioda; dok po FIFO modelu prve kupovine procenjene su za prvu raspoloživu količinu zaliha. LIFO model primenjuje se u Grčkoj, Italiji, Japanu, Holandiji, Portugalu, Švajcarskoj i SAD. FIFO model primenjuje se u Australiji, Austriji, Belgiji, Francuskoj, Nemačkoj, Norveškoj, Španiji, Švedskoj i V. Britaniji.

Konačno, istraživanja i razvoj imaju beneficirani fiskalni tretman. Tekući troškovi istraživanja jesu odbitni troškovi od poreske osnovice za godinu u kojoj su finansirani. Kupljeni patenti mogu se prenositi na određen broj godina (Holandija). Istraživačka oprema i imovina obično se podvode pod model ubrzane amortizacije ili pod metod poreskog kredita.

Poreske stope korporacijskog poreza iz dobiti su, isto tako, različite, idući od zemlje do zemlje, a naročito između različitih nivoa javne vlasti.

U fiskalnoj praksi zemalja članica OECD egzistiraju i tzv. obustavni porez na kamatu i obustavni porez na dividendu. Obustavni porez na dividendu (čija se poreska stopa kreće od 10% do 53%) uveden je u gotovo svim zemljama OECD, izuzev V. Britanije, Francuske. SAD, Australije i Irske. Obustavni porez na kamatu za rezidente uveden je u gotovo svim zemljama OECD sa poreskom stopom od 10-45%.

U fiskalnoj praksi savremenih zemalja egzistiraju različiti sIstemi korporacijskog poreza (u zavisnosti od poreskog tretmana raspodeljenog i neraspoređenog profita). i to:[1148]

[1147] J.Nergard i I.Owens, L imposition es beneficies dans economie globale L observateurde OECD br. 175. 1992. Str.35-38-

[1148] Imposition des beneficies, quel systeme retenir en economie ouverte? Problems economique es br 2.292., od 23. septembra 1992. str. 26-32.

1. klasični sistem,
2. sistem redukcije (sa svojim varijantama). i
3. sistem eliminacije.

U klasičnom sistemu raspodeljeni profiti u potpunosti podležu simultanom oporezivanju po modelu korporacijskOg poreza iz dobiti firme i po modelu poreza iz dohotka fizičkih lica, kakav je inače slučaj u Holandiji, Belgiji. Švajcarskoj, Luksemburgu, i SAD. Sistemom redukcije obezbeđuje se pak umanjenje za raspodeljene profite kako na nivou akcionara tako i na nivou kompanija. Umanjenje dividende kod akcionara obezbeđuje metod imputacije i metod delimične olakšice za akcionare. Imputacioni sistem obezbeđuje da se već dati poreski kredit akcionarima može dodati primljenim dividendama, s tim da se porez na lični dohodak akcionara obračunava samo na osnovu ukupnog iznosa za koji je inače dobijen poreski kredit. Dobijeni poreski kredit može biti veći od poreske obaveze akcionara na lična primanja (Francuska i V. Britanija). Poreski organi tada isplaćuju razliku akcionaru. Međutim, kod metoda delimične olakšice za akcionare, olakšice su nepromenljive u odnosu na dividende akcionara i poresku obavezu akcionara ne mogu premašiti (Japan, Austrija, Portugal, Kanada). Poreska olakšica je ovde data samo akcionaru rezidentu za dohodak od dividende za domaće investicije (nezavisno od korporacijskog poreza na raspodeljene profite).

Umanjenje na nivou kompanija uglavnom se sprovodi pomoću sistema raspodeljene poreske stope i metoda delimično umanjene dividende. Kod sistema razdeljene stope važi niža poreska stopa korporacijskog poreza na raspodeljene profite (Nemačka), ali ne i za neraspoređene profite. Kod modela delimičnog umanjenja dividende (Švedska, Finska, Španija) važi oslobođenje od korporacijskog poreza iz dobiti u fazmeri sa raspodeljenim profitom.

Konačno, sistem eliminacije dividendi egzistira kako na nivou kompanija tako i na nivou akcionara. Kod spstema eliminacije na nivou kompanije ne egzistira porez na raspodeljene profite (Norveška). Kod sistema eliminacije na nivou akcionara egzistira porez na raspodeljene profite na nivou kompanija, koji se refundira na nivou akcionara (Nemačka, Australija, Italija, Danska).

U savremenim poreskim sistemima zemalja OECD postoje i tzv. ne korporacijski porezi, kao što su porezi na neto imovinu korporacija, neprofntni porezi, porezi na nepokretnu imovinu i porezi na platnu listu.[1149]

Porezi na neto imovinu uvedeni su tokom 1989. god. sa propisanom poreskom stopom koja varira od 0.175% do 3%. Porez na korporacijsku imovinu uveden je u Japanu, Kanadi i Turskoj. Porez na imovinu korporacije i porez na pojedinačnu imovinu uvedeni su, simultano, u Švajcarskoj, Nemačkoj, Švedskoj, Austriji i Holandiji.

Porezi na nepokretnu imovinu egzistiraju u sipm zemljama članicama OECD i u pravilu predstavljaju odbitni trošak za tzv. korporacijski porez. Kapital-

[1149] A. J.Aurbacli i M.A. King, Taxation, portfolio choice and debt- equity rations. Quarterly Journal of Economics, novembar 1983., str. 587-609

na vrednost imovine jeste poreska osnovnca kod poreza na nepokretnu imovinu, mada se kao poreska osnovica može koristito i tzv. godišnja rentalna vrednost (V. Britanija). Zgrade i zemljišta jesu predmeti oporezivanja, a izuzetno to mogu biti i mašine i oprema (Japan). Porezi na nepokretnu imovinu po pravilu pripadaju lokalni političko-teritorijalnim kolektivitetima.

Neprofitni porezi, koji egzistiraju na nižim nivoima javne vlasti, uglavnom se odnose na tzv. poreze na poslovanje, odnosno delatnost. Francuska je poznata zemlja u Evropi koja je uvela porez na profesionalnu delatnost za pravna i fizička lica. Kod ovog poreza oporezuje se tzv. rentalna vrednost stalne poslovne aktive prethodne godine koja je uvećana za 20% zarada (prošlogodišnje plate).

Konačno, porezi na platne liste plaćaju se u fiksno utvrđenom iznosu po osobi ali u proporciji na platnu listu (spisak). Prihodi od ovog poreza ne idu u korist socijalnog osiguranja, već su normalni prihod budžeta.

14. OPOREZIVANJE KAMATA I DIVIDENDI

U teoriji i praksi različito se gleda na oporezivanje kamata i dividendi. Generalno je raspoloženje u nas da se ne oporezuju ni kamata ni dividenda. U međunarodnim okvirima na ovaj problem oporezivanja se potpuno različito gleda. Prema Draft Convention OECD iz 1977. godine kamate se, naime, oporezuju u zemlji primaoca. To je, praktično, stav industrijski razvijenih zemalja. Zemlje u razvoju pak smatraju da kamate treba oporezovati u zemlji u kojoj se plaćaju.[1150] Tako bi bar porez ostao zemljama u razvoju. Izuzeci, doduše, postoje; ali tada kamatna stopa ne može biti veća od 10% – kako su inače prihvatile Belgija i Španija Kanada i Turska pak oporezuju kamate koje stranac prima po stopi od 15%, odnosno 20%. "U našim ugovorima o izbegavanju dvostrukog oporezivanja predviđeno je da se kamate mogu oporezovati i u zemlji u kojoj nastaju, s tim da poreska stopa ne može biti veća od 7,5% u ugovoru sa Rumunijom, od 10% u ugovorima sa Poljskom, Šri Lankom, Italijom, Kiprom i V. Britanijom, i od 15% u ugovorima sa Egiptom i Belgijom. Propis da se kamate mogu oporezovati samo u zemlji primaoca sadrže ugovori sa Belgijom, Finskom, Francuskom, Češkom, Slovačkom, Austrijom, Holandijom, Nemačkom, Mađarskom i Norveškom".[1151]

Što se tiče oporezivanja dividendi, model ugovora OECD iz 1977. god. predviđa da se dividende, koje je preduzeće jedne države ugovornice isplatilo rezidentu druge države ugovornice, mogu oporezovati u zemlji primaoca, iako su zemlje u razvoju insistirale da se dividende oporezuju u zemlji isplatioca. Zemljama u razvoju je, doduše učinjen ustupak da se dividende mogu oporezovati i u državi čije preduzeće isplaćuje dividende, s tim što porez ne može biti veći od 5% od bruto iznosa dividendi (ako je primalac društvo kapitala, koje ima

[1150] Dr M. Hanžeković, Vrijednosni papiri i njihovo trzište, Insitut za javne financije, Zagreb, 1990. st. 21.
[1151] Ibidem. st. 21-22.

najmanje 25% kapitala preduzeća koje isplaćuje dividende), odnosno 15% od bruto iznosa dividendi u svim ostalim slučajevima.[1152]

U ugovorima sa našom zemljom sa Kiprom, Mađarskom i Italijom porez na dividende ne može biti veći od 10% iako se plaća u zemiji primaoca. U ugovorima sa Nemačkom i Norveškom porez na dividende ne može biti veći od 15%. U ugovoru sa Belgijom stoji pak da se dividende, koje se isplaćuju preduzeću, ne mogu oporezivati sa većom poreskom stopom od 10%, a dividende, koje se isplaćuju pojedincu, ne mogu se oporezivati sa većom poreskom stopom od 15%.

Zemlje u savremenom svetu pokušavaju da otklone problem dvostrukog oporezivanja, naročito kada je u pitanju deoničarsko društvo, koje plaća porez iz ostvarene dobiti, a oporezuju se i dividende deoničara koje su već isplaćene iz oporezovane dobiti. U praksi egzistiraju nekoliko načina, i to:[1153] u obliku dividendi raspodeljena dobit (Austrija, Norveška, Japan i Finska), (2) porez koji deoničarsko društvo ptaća na raspodeljenu dobit (dividende) delimično se odbija od poreza koji plaćaju deoničari na svoj lični dohodak (SAD, Francuska, Kanada, Danska, Nemačka, Belgija i V. Britanija),[1154] (3) oporezuje se samo neraspodeljena dobit, dok se deo dobiti koje preduzeće raspodeljuje u obliku dividendi ne oporezuje i (4) u nekim zemljama se oporezuje i dobit preduzeća i dividende koje preduzeća isplaćuju deoničarima.

U savremenoj teoriji i praksi obveznici poreza na promet mogu biti berzanski mešetari (brokeri), kupci vrednosnih papira i prodavci vrednosnih papira. U zemljama EEZ/EU berzanski mešetari u pravilu plaćaju na svoj promet porez na dodatu vrednost (TVA), koji se plaća po sledećim stopama:[1155] 14% u Nemačkoj, 15% u V. Britaniji, 18% u Italiji, 18,6% u Francuskoj, 19% u Belgiji i 20% u Holandiji. U ostalim zemljama ove slope su iznosile: 12,9% u Švedskoj, 15% u Meksiku, 10% u J. Koreji, 20% u Čileu, 20% u Norveškoj, 22% u Danskoj i 25% u Irskoj. U SAD, Luksemburgu, Grčkoj i Portugalu, kupci i prodavci ne plaćaju ovaj porez na promet vrednosnih papira.[1156] U brojnim drugim zemljama plaća se porez na promet vrednosnih papira. Taj porez plaća ili kupac ili prodavac, ili pak i kupac i prodavac po odgovarajućim poreskim stopama

U staroj Jugoslaviji brokerski mešetari su plaćali opšti porez na promet hartija od vrednosti po stopi od 2,5%. Ali, kupci i prodavci hartija od vrednosti na berzi nisu plaćali na promet vrednosnih papira nikakav porez.

Pored toga, uvođenje poreza na prihod od kamate na dinarsku i deviznu štednju građana iznad određene granice jeste ekonomska neminovnost sa naglašenim socijalnim motivima. Ovaj proporcionalni porez prvenstveno bi se

---

[1152] Ibidem. st. 22.
[1153] Dr. M. Hanžeković, op. cit. st. 23-24.
[1154] Od poreza koji deoničari plaćaju na dividende odbija se u Kanadi 33,33%. u Francuskoj 50%, u Belgiji 46%, u V. Britaniji 35,65%, u Nemačkoj 9,16% u Danskoj 15%.
[1155] Ibidem, st. 24.
[1156] Ibidem, st. 24.

koristio za finansiranje solidarne stambene izgradnje i za subvencije, premije i regrese. To se navodi iz razloga što je oporezivanje kamata u evropskim zemljama standardna "fiskalna stvar". U zemljama OECD-a stope ovog poreza variraju od zemlje do zemlje: 29% u V. Britaniji, 25% u Belgiji, 10% u Nemačkoj. 35% u Švajcarskoj. 20% u Španiji i 30% u Italiji. Holandija je oporezivanje kamata na štednju uvela 1.1 1988. god, dok Austrija sada pokušava da uvede oporezivanje po stopi od 20%. U Francuskoj se kamate oporezuju u sastavu ukupnog prihoda. Jedino Švedska, Danska i Luksemburg ne oporezuju kamate.

Pored poreza na prihod od kamata na dinarske i devizne štedne uloge, potrebio je uvesti i oporezivanje pozitivnih kursnih razlika uporedo sa institucionalizacijom poreskih olakšica za negativne kursne razlike. To se navodi iz razloga što su nedavno čak i stručne institucije i ugledni poslodavci u V.Britaniji uputili zahtev vladi da donese propis olakšicama za negativne kursne razlike nastale zaduživanjem u inostranstvu i predlog za oporezivanje pozitivnih kursnih razlika.

15. SISTEM OPOREZIVANJA MALIH I SREDNJIH PREDUZEĆA

Između godinama gušenog privatnog i godinama podržavanog razvoja društvenog sektora sada stoji prazan prostor koji treba da ispuni 10-15-20 hiljada novih preduzeća čiji je osnovni moto rada i zarada, a na tome i nova ekonomska snaga društva koja će nas približiti Evropi. No, danas se nije mnogo odmaklo u osnivanju malih preduzeća i razvoju privatne inicijative, jer je izostalo definisanje vlasništva, utvrđivanje stimulativnijeg poreskog sistema i prenošenja profeterskih evropskih iskustava. Istovremeno, nedovoljno je zakonski razjašnjena podela na privatno preduzeće, radnju i malu privredu, što birokratima omogućava da jednim potezom preuzmu privatnicima sve umesto da vlasnicima poreski poveća pravo raspolaganja ostvarene dobiti. Nepostojanje podrške države u izboru pravih programa jeste nova prepreka na koju građani odgovaraju neproduktivnim osipanjem para umesto da ulažu u pogone. Za naše privatnike danas je najaktuelnije kako da utaje porez, pošto poreska država zahteva previše (da bi se isplatila proizvodnja).

Fiskalna zahvatanja trebalo bi stabilizovati i fiksirati na 20-35% od ostvarenog dohotka. Moje je, međutim, mišljenje da u fazi osnivanja preduzeća, uhodavanja proizvodnog procesa i tržišnog selekcionisanja proizvodnog programa ukupno poresko opterećenje ne bi trebalo da pređe granicu od 1/5 ostvarene dobiti (dakle, poreska stopa bi iznosila 20%). U drugoj fazi u kojoj dolazi do izražaja reprodukovanje uloženog kapitala poreska stopa bi iznosila 25% (tj. 1/4 od ostvarene dobiti). Konačno. u trećoj fazi, kada biznis dostigne zavidan nivo

(evropski prosek), na poreski teret ne bi smelo da ode više od 1/3 ostvarenog profita - poreska stopa 33%.

Doprinosi ne bi trebalo podjednako da pogađaju mala preduzeća, jer svi "privatnici" nisu korisnici usluga društvenih i socijalnih delatnosti.

Liberalizacija uslova za samostalno privređivanje doprinela je naglom povećanju broja poreskih obveznika od privrednih i profesionalnih delatnosti. Takav koncept omogućio je i porast broja zaposlenih kod samostalnih privrednika. No, visoke društvene obaveze po osnovu poreza i doprinosa, koje privrednici plaćaju na lične dohotke uposlenih, doprinele su porastu broja neprijavljenih radnika (radnika koji rade na crno).

Poreskom politikom treba stimulisati zainteresovanost mladih za osnivanje malih preduzeća proizvodnog tipa, naročito u seoskim centrima i to potpunim petogodišnjim oslobođenjima od svih fiskalnih obaveza, pogotovu ukoliko se iz društvenog sektora i grada vrate u selo.

Oslobođenje od poreza treba omogućiti za obveznike koji prvi put počinju sa obavljanjem delatnosti u trajanju od dve godine, za obveznike koji ulažu sredstva za kupovinu i izgradnju poslovnog prostora, nabavku nove opreme, izgradnju proizvodnih kapaciteta, modernizaciju i novu tehnologiju u trajanju od 2-3 godine (dok se uložena sredstva ne reprodukuju), za obveznike povratnike iz inostranstva za uvezenu opremu u trajanju 1-2 godine, i za obveznike koji upošljavaju "pripravnike" i invalide rada u trajanju od 1-2 godine.

Malim preduzećima treba omogućiti poreske beneficije i to onim obveznicima koji prvi put počinju sa obavljanjem delatnosti na sledeći način: za prve dve godine porez se ne plaća (oslobođenje 100%), u trećoj godini porez se plaća u iznosu od 25% ukupno razrezanog poreza, u četvrtoj godini porez iznosi 50% od utvrđenog poreza, i u petoj godini porez bi iznoslo 75% od ukupno razrezanog poreza.

Prestruktuiranje domaće privrede preko ulaska novih malih i srednjih preduzeća (tzv. krovni projekat), postavljanje preduzetničkih inkubatora (pilotnih, novih, internih i opštih), aktivizacija programa Optima i funkcionisanje YEGEA, PIC i Gea College u funkciji podsticaja preduzetništva, menadžmenta i korporacijskih finansija, nabavka Know-how, SPEDA i poslovne komunikacije sa nacionalnom agencijom za mala i srednja preduzeća i preduzetništvo valja u potpunosti osloboditi plaćanja poreza (i doprinosa) iz dobiti (i ličnog dohotka) u toku narediih 5-7 godina. pošto se radi "o stvarima od neprocenjive vrednosti za 21. vek".

Lombardni i hipotekarni (kao i eskontni kontokorentni) krediti, kao elemenat sigurnosti poverioca reflektuju u osnovi svojinski odnos i u sigurnost ulagača kapitala. Poželjno je, stoga, institucionalio i poreski stimulisati razvoj hiioteka i lombarda, pošto "ugrađuju" pokretnu i nepokretnu imovinu korisnika (princip realnog imovinskog pokrića). Poreska politika, u tom kontekstu, treba da podstakne razvoj lombarda i hipoteka u prestruktuiranju jednostrane društvene svojine pluralizacijom svojinskih odnosa.

Prodaja znanja o preduzetništvu, menadžerstvu i korporacijskim finansijama jeste novo nacionalno zanimanje u okviru već poznatog i razvijenog menadžment konsaltinga i afirmisanih konsultantskih firmi. Taj koncept mora biti institucionalno podržan, prvenstveno fiskalnom politikom. Kad to konstatujemo, imamo u vidu potrebu poreske stimulacije stvaranja novih malih i srednjih preduzeća, prestruktuiranje jezgra velikih preduzeća (transformacije matičnih preduzeća) i pravljenja koalicija univerziteta i biznisa za podržavanje preduzetništva, kao instrumenta prestruktuiranja. Preduzetnički i menadžerski razvoj uvek reflektuju rizične poslove i poduhvate. Zato su potrebne finansijske institucije tipa rizika kapitala čije formiranje mora imati neporeski tretman. Za to je potrebno znanje i domaće i strano čiji "nosloci" moraju biti korisnici generalnih posebnih beneficija.

Perspektivni razvoj najavljene ere "finansijskih supermarketa" kada će tehnologija i deregulacija omogućiti oštru konkurenciju između bankara, berzanskih brokera i osiguravajućih kompanija, isto tako, implicira poreske stimulacije. Poduhvati za kolektivne investicije u prenosive vrednosne papire, tj. jedinice trustalnog preduslova za slobodan protok kapitala i razvoj finansijskog tržšta, takođe, mogu biti predmet poreskih podsticaja.

Prelaz iz dužničke u preduzetničku ekonomiju po definiciji mora biti fiskalno podržavan. Neadekvatan poreski sistem (veliki stepen njegove nepotrebne decentralizacije, ogromno poresko opterećenje, velike regionalne razlike u poreskim tretmanima, decenijsko izostajanje poreza na profit pravnih lica i progresivnog oporezivanja fizičkih lica, egzistencija poreza na promet umesto poreza na dodatu vrednost) jeste "teška" prepreka za razvoj biznisa i za integraciju Srbije u Evropi. Razlike u visini poreskih tereta i načinu oporezivanja smetnja su i za ulaganje privatnog, domaćeg i stranog kapitala, i za razvoj preduzetničke ekonomije, jer maksimizacija profita nije cilj domaće privrede. Prevelika poreska opterećenja, koja su zasnovana na oporezivanju potrošnje, uvoza i ličnih dohodaka, u Srbiji se kompenzuju izrazito niskim platama (premale neto zarade). Razlike u opterećenju plata su predimenzionirane i kreću se od 30% do 100% (porezi i doprinosi na neto plate). No, vlasnike preduzeća i poslodavce ne interesuje neto plata nego bruto plata koja je trošak preduzeća. Oni čak ne prave razliku između poreza i doprinosa, i nemaju razumevanja za obavezne zajmove i udruživanje sredstava. Za njih je izuzetno važna integracij a poreza i doprinosa i eliminacija parafiskalnih davanja. Za vlasnika preduzeća poreska osnovica jedino može biti dobit. Nije im neophodna jedinstvena poreska stopa u čitavoj zemlji, jer i poreska konkurencija republika i pokrajina može dati pozitivne rezultate. Važno im je jedino da utvrđene poreske stope na profit budu stabilne. Grannčna poreska opterećenja inkorporiraju informacije o tome u kojoj meri dodatna dobit iz dodatne inveeticije podleže oporezivanju. Granično oporezivanje je, prema tome, odlučujuća veličina za kalkulaciju investicionih poduhvata u preduzeću. Zapadnoevropske zemlje su sprovele poreske reforme gotovo u tri faze i to: 1986-1988-1990. god. "velike"

poreske reforme, na pr. u Nemačkoj osetno su reducirale granična fiskalna opterećenja za primaoca plata i za vlasnike malih i srednjih preduzeća, što bi i kod nastrebalo da iskoristi kao pozitivno iskustvo.

Razvojni ciklus i privatizacija jesu ključne poluge izvlačenja privrede iz recesije koja je iznuđena zbog obaranja inflacije. Sada je na potezu razvojni ciklus i obavljanje stabilnog rasta na trajnim osnovama u čijem je epicentru otvaranje procesa prestruktuiranja preduzeća. No, prestruktuiranje u privrede nije moguće bez integralne transformacije svojine i ubacivanja dodatnog kvantuma svežeg kapitala. Razvojni ciklus integrisao bi preduzetnički i infrastrukturni tip, u teoriji izmodeliranih razvojnih ciklusa. Preduzetnik je epicentralna tačka u prvom tipu razvojnog ciklusa, koji daje pečat biznisu u predominantnim tržišnim uslovima predviđanja čiji je plan poslovanja - profit. Država je pak nosilac drugog tipa razvojnog ciklusa, koji obezbeđuje razvoj insrrastrukturalnih grana kao bazične pretpostavke razvoja celokupne privrede (iako za njih nisu neposredno finansijski zainteresovani privatni preduzetnici). I jedan i drugi tip razvojnog ciklusa moraju biti podržani poreskom politikom, pogotovu ako su u funkciji prestruktuiranja preduzeća i privrede. Mere fiskalne politike upravo iz tih razloga treba da stimulišu ulaganja u razvojne projekte koji garantuju, na kratak i srednji rok, povraćaj uloženih sredstava, ulaganja u izvozno orijentisane projekte, ulaganjau nove tehnologije, ulaganja u revitalizaciju ekoravnoteže, ulaganja u fond rizika kapitala (koja podržava biznis malih i srednjih preduzeća), ulaganja u transformaciju matičnih preduzeća i privatizaciju, ali i ulaganja u preduzetnički duh i menadžere. Iza toga treba da stoji promotivna uloga države, koja preko inovativnih centara i agencijskih institucija i projektnih jedinica, "osigurava" privlačenje inostranog kapitala, svojinsko prestruktuiranje, finansijsku podršku malim i srednjim preduzećima, a poresku i kreditnu stimulaciju na kratak i srednji rok, i pomeranje težišta sa energetsko-sirovinskog razvoja na visoko produktivne i inovativno-tehnološke intenzivne projekte sa izvoznom propulzivnošću i sa impulsiranjem amelioracije privredne strukture. Na to se nadovezuje preduzetničko-menadžerski duh koji se ogleda u smanjivanju potrošnje energije i sirovina, repromaterijala i radne snage po jedinici proizvoda, u podizanju produktivnosti rada, nivoa organizacije i efikasnosti poslovanja, u podizanju neophodnog kvaliteta i dizajna, i razvoju marketinga i propagande.

Međutim, pošto u nas egzistiraju argumentovani dokazi da je društvena svojina nespojiva sa tržištem kapitala i da je samoupravljanje nekonzistentno sa tržištem rada, onda je neophodno izvršiti institucnonalizaciju kroz nacionalne fondove za razvoj, agencije za prestruktuiranje i "investment trust" kako bi se izvršilo prestruktuiranje privrede uz pomoć fiskalnih olakšica i promenu propisa i mera ekonomske politike za razvoj malih i srednjih preduzeća i preduzetništva. "Za razliku od stare - gde dominira cenovna konkurencija, sada preovladava konkurencija proizvoda i dizajna, ranije je glavni cilj i oblik privrednog subjekta bio "Big business", a danas preduzetnički vođeno preduzeće. dok su u staroj konku-

renciji uspostavljeni hijerarhijski menadžerski aparati i hijerarhijska organizacija rada ("Tejlorizam"), danas uspešnim preduzećem vlada kolektivni preduzetnik, a glavno načelo organizovanosti je fleksibilnost. Uopšte, ključni faktori nove konkurencije su fleksibilnost, preduzetništvo i organizacija" Ali, novu tržišnu konkurentnost mora da prati i nova fiskalna konkurentnost, koja se logikom "ekonomike ponude" ispoljava kroz poresku redukciju (sniženje poreskih stopa), koja se pozitivno - podsticajno efektuira povećanjem akumulacije i produktivnog investiranja, proširenjem proizvodnih kapaciteta i povećanjem zaposlenosti. Isto tako, i realokaciju resursa, kao suštinu preduzetničkog procesa, od manjih ka većim upotrebnim vrednostima mora da prati realokacija fiskalnog tereta od većih ka manjim poreskim stopama. Tako dolazimo do toga da i profitni račun, koji se izvodi iz realokacije resursa sa poslovnim rizikom, mora da sledi poreski račun kao stimulator za povećanje poslovnog efekta i kao nagodba za preuzeti rizik.

U današnje vreme i posrednici i neposrednici i radnici i menadžeri, i preduzetnici i rentijeri, i službenici i nezaposleni želeli bi da utiču na poresku politiku, pošto bogati uvek teže da plaćaju što manje poreza (dok siromašni smatraju da plaćaju neposredno mnogo državi). To što važi za pojedince, važi i za preduzeća i za područja.

Ali, to ne znači da poreska politika mora biti uniformna, pošto transformaciji poreza pogoduje raznolikost. I upravo različita poreska opterećenja privlače oskudne i seljive kapitale - domaći i strani, jer tu sada dolaze do izražaja poreske olakšice i koncesije. To pak znači da poreski sistem ne mora biti jedinstven po svaku cenu, On mora biti samo racionalan i efikasan. Pri tom, novi poreski sistem, mora biti moderan po ugledu na reformisane poreske sisteme zemalja EU, koji anglobiraju proporcnonalni porez na dobit preduzeća, odnosno kompanija (oporezivanje pravnih lica), progresivni porez na dohodak pojedinca (oporezivanje fizičkih lica), i porez na dodatu vrednost (VAT ili TVA), itd. Konačno, poreski sistem mora biti stabilan, jer je to osnovna pretpostavka za ulaganje privatnog domaćeg i inostranog kapitala koji se prvi oslobaća nacionalnog romantizma, zalaže za uspostavljanje efikasnog sistema ekonomskih funkcija savezne države, zahvata uspostavljanje ekonomske unije i profitno recikliranje sinteze ekonomskih interesa kapitala, pledira na ekonomsko prestruktuiranje (kao membrane ekonomske dezintegrisanosti), insistira na efikasnosti u ponudi javnih dobara od strane savezne države (koja je jeftinija od produkcije federalnih jedinica). Samo tada se potpuno shvata klasična konstatacija da "oni koji su u suštini jednaki treba jednako da budu i oporezovani": i da ekonomski nejednaki treba da budu i nejednako oporezovani. Samo tako se može shvatiti činjenica da se poreski mehanizam ne doživljava kao nejednako oporezovanje, itd.; jer su poreski obveznici građani. koji se (nejjednako oporezuju u zavisnosti od ekonomske snage. Istorija razvoja našeg poreskog sistema učinila je, doduše, da ne delujemo kao tržišni agensi nego kao pripadnici partije, nacije, religije i regiona. Takav tok događaja omogućava i rang srpskog paradoksa „od čvrste federacnje ka labavoj konfederaciji"; odnosno

situacija kada "ni čvrsta federacija i klimava konsrederacija ne predstavlja oblik istinske ekonomske unije".[1157]To pak ne znači da treba graditi jedinstveni poreski sistem sa prepoznatljivim centralističkim silama i integralni sistem finansiranja federacije sa skrivenim unitaristnčkim apetitima. Novi pristup fiskalnom mehanizmu treba da polazi od zajedničkih interesa svih republika, koji podrazumevaju razdvajanje poreskog sistema i načina finansiranja savezne države. Tako se jača poreska konkurentnost između federalnih jedinica, kojima pripada izvorni fiskalni suverenitet na bazi čega se mobilišu i koncentrišu poreski resursi. Na to se nadovezuje distribucija poreskih resursa za finansiranje zajedničkih funkcija savezne zajedničke države (federacija) na principu fazmernog učešća svake republike u društvenom proizvodu.

Vlada se dužnom pažnjom okupira problemom transformacije društvene svojine, pošto svojinsko prestruktuiranje shvata kao sredstvo u funkciji povećanja efikasnosti postojećeg kapitala i rekapitalizacije, odnosno obezbeđenja dodatnog kapitala za novi razvojni ciklus. U tom sklopu, država bi sticala pravo svojine ili susvojine u preduzeću na isti način kao i druga pravna ili fizička lica - kupovinom preduzeća ili dela preduzeća. No, ovaj proces ne prati fino komponovana i skladno dozirana politika, koja bi naročito došla do izražaja u momentu prodaje preduzeća zaposlenim radnncima. Zaposleni radnici, kao kupci preduzeća. dobijali bi specijalne poreske olakšice i beneficije u zavisnosti od toga da li koriste bankarski kredit koji bi se otplaćivao iz budućeg profita ili koriste obveznice koje primaju umesto dela ličnog dohotka. Tu je i pitanje da li se dividende, kao prihod, koji se ponovo ulažu u kupovinu akcija mogu u potpunosti osloboditi od poreza. Rešavanje ovog problema neminovno povlači za sobom i obavezno ukidanje poreza na ukupan prihod građana, kao vid dvostrukog oporezivanja sa destimulativnim efektima (a i nepotrebno kompromituje sistem u očima građana i posebno stranaca).

U gotovo svim savremenim poreskim sistemima tržišnim privreda egzistiraju dva potpuno posebna poreska oblika u vidu poreza na dobit korporacija (Corporate income tax , l' impôt sur les beneficies societes, Koporeschaftsteuer) i poreza na indivndualnn dohodak (personal income tax l impot sur le revenu des peronnes physiques, Ein/ kommennteur). Porezom na dobit (profit) preduzeća (korporacija) oporezuju se sve privredne jedinice (firme) sa statusom pravnih lica, koja su organizovana kao korporacije, kompanije ali društva na bazi akcionarskog kapitala, državna preduzeća i lukrativne organizacije javnog sektora: dok se porezom na individualni dohodak oporezuje dobit ostalih preduzeća, radnji, privrednih i profesnonalnih lukrativnih aktivnosti fizičkih lica (individualnih, porodičnih, ortačkih).[1158] Pored ovih tppova oporezivanja u savremenim fiskalnim sistemima funkcionišu i posebni porezi na dobitke od kapitala (capital gains tax)

[1157] R. Tomaš, Integracija odozdo, Ekonomska politika,1992, str. 13-14

[1158] Dr K. Bogoev, Oporezivane dobiti u savremenim fiskalnim sistemima, U Zborniku radova. „Oporezivanje dobiti preduzeća: Institut za javne finansije, Zagreb 1990. st. 9.

kod kojih se porast vrednosti raznih oblika imovine, odnosno prihodi od prodaje ali raspolaganja hartijama od vrednosti (razlike na kursevima ovih hartija), kamate na kapital i rente smatraju predmetom oporezivanja.

Srednjoročna fiskalna politika praćena poreskom reformom u osnovi treba da vodi ka sveobuhvatnom sniženju direktnih poreza preduzeća i preduzetnika uporedo sa rastućim trendom fiskalnih podsticaja i stimulansa da bi se oslobodilo dejstvo tržišnih sila. Poreska kvota mora biti drastično reducirana da bi se poboljšale ekonomske performanse malih i srednjih preduzeća u skladu sa intencijama poreskih reformi u gotovo svim zemljama OECD i EEZ. Rastuđa međunarodna integracija i slobodno kretanje kapitala već stvaraju pogodnosti za proizvodno preseljenje po oblastima i regionima u kojima se profiti oporezuju po relativno niskim poreskim stopama i sa relativio značajnim fiskalnim bonifikacijama i koncesijama. To je nagnalo brojne vlade da se okrenu politici snižavanja tereta poreza na poslovnu aktivnost, poreza na neto imovinu i poreza na nepokretnosti i ukidanje poreza pri inkorporisanju i poreza na tranefer deonica na berzi. A taj "uspeh" u zaokretu meriće se u zavisnosti od toga da li je ostvaren cilj u oslobađanju preduzetničkih performansi izraženih kroz poreze, da li je rastući proizvodni potencijal ekonomije održao "konkurentnost" i da li je moguće održanje porasta broja zaposlenih.

Koncepti reforme oporezivanja malih i srednjih preduzeća u 90-tim godinama zato i teži da doprinesu trajnim poboljšanjima klime za inovacije i investicije, odstranjuju fiskalne diskriminacije deoničarskog kapitala u odnosu na dužničke obaveze po zajmovima, uvažavaju princip neutralnosti u odnosu na "zakonski" oblik preduzeća i uprošćavanju poreskih zakona uzimanjem u obzir međunarodna kretanja na fiskalnom planu.

U tom kontekstu dalja snižavanja marginalnog poreskog opterećenja profita treba da ohrabre obrazovanje tzv. kompanija malih deoničara za dinamička preduzeća srednje veličine. Privilegovani poreski tretman za reinvestirane profite po definiciji ankuražira sklonost ka upuštanju u rizičnu investiciju. Zato profite koji ostaju u preduzeću privatnih kompanija i partnerstva treba oporezovati po nižim stopama nego profite koji se povlače iz preduzeća.[1159] Princip konkurentske neutralnosti u slučaju oporezivanja partnerstva i privatnih kompanija, na jednoj strani, i korporacija, na drugoj strani, nije u konfrontaciji sa daljim snižavanjem stope poreza na dohodak korporacija u odnosu na marginalnu stopu poreza na dohodak pojedinaca.[1160]

U SAD je stopa poreza na dobit preduzeća reducirana na 34% (sa 46%), dok je progresivna tarifa poreza na dohodak pojedinaca zamenjena sa dve standardne poreske stope od 15% i od 28%. U Japanu je, pak, gornja marginalna stopa poreza na dohodak pojedinaca smanjena na 50% (sa 60%), a stopa poreza na dobit preduzeća na 37.5% (sa 42%). Švedska je reducirala stopu poreza iz dobiti na

[1159] W. Muhli, Planovi reforme oporezivanja preduzeća u Nemačkoj, Finanisje 3-4,1990, str. 212.
[1160] Ibidem, st. 211.

30%, a V. Britanija na 35% (s tim što je ova poreska stopa za manje kompanije svedena čak na 25%). Ova ista stopa poreza u Holandijn sada iznosi 35%, a u Francuskoj 42%. U Nemačkoj stopa poreza na dobit korporacija iznosi 46%, dok je marginalna stopa poreza na dohodak pojedinaca fiksirana na nivou od 50%. Danas je jedino Japan uspeo da odbaci podeljenu stopu poreza na reinvestirane i raspodeljene profite (od 42% i 32%) i da uvede jednoobraznu poresku stopu od 37.5%. Nemačka je donela istu odluku o primeni jednoobrazne stope poreza koja je neutralna u odnosu na korišćenje profita.

Fiskalna politika, čiji je zadatak da reducira ulogu države, može da izgubi svoj kredibilitet ukoliko ne doprinosi smanjenju poreske kvote u društvenom proizvodu i ne obezbedi kontinuirano snižavanje poreskih tereta u reformskim godinama. Čak i snažnije kresanje subvencija, koje deluju distorzivno na konkurentski položaj i alokaciju resursa, treba da se uklopi u automatsko finansiranje poreskih redukcija, koje treba da obezbede više prostora za delovanje tržišnih sila. Takva poreska reforma obezbeđuje porast ukupnih poreskih prihoda kroz veći privredni rast i kroz višu zaposlenost.

Formiranje odgovarajuće strukture kapitala preduzeća, jačanje likvidnosti i cash-flow-a na dugoročnoj osnovi (smanjenje dugova, redukcija rizika i rizičnog kapitala, jačanje profitorijentacije, maksimalizacija prinosa na uložena sredstva i operacionalizacija finansijsko-imovinskog restruktuiranja) jesu novi prostori za empirijsku verisrikaciju razvojne poreske politike. Redukcija dugova preduzeća mogla bi se obaviti putem otkupa sopstvenih dugova, debt/equity konverzija i swapova uz fiskalnu podršku navedenih scenarija. U tom sklopu, naročito je važna debt/equity konverzija, koja, kao tehnika, u stvari predstavlja transformaciju duga u osnivački kapital postojećih preduzeća ili osnivanje potpuno novih preduzeća[1161] uz anuliranje poreskog opterećenja. Restruktuiranje, dakle treba koncipirati tako da se transformiše deo kapitala u equity kapital i da se preduzeću, koje ima tržišnu perspektivu, omogući mobilizacija novog rizičnog kapitala i otvaranje prostora za nove investicije bez poreske penalizacije. Prema tome, prodaja nelikvidnih delova preduzeća, smanjenje tereta kredita (njihovom konverzacijom u osnivački kapital), osposobljavanje preduzeća da mobiliše novi kapital putem emisije novih akcija i obveznica, i putem stupanja u razne forme joint-venture-a mora biti praćeno novoinstitucionalizovanim regulama podsticajne poreske politike. Opadajuća poreska stopa korelirala bi se sa rastućim parametrima uspešnosti tržišnog preduzeća, kao što su stopa povraćaja na kapital (imovinu), stopa plaćanja dividende i stopa internog finansiranja investicija.

Naša zemlja bi trebalo da postane novi evropski poreski raj za holding kompanije za čije formiranje su važni sledeći uslovi: jaka i stabilna valuta, stabilna politička situacija, nulte stope poreza na prihod od dividendi, iskorenjene devizne restrikcije, izbegavanje dvostrukog oporezivanja i nepostojanje poreza na kapitalne dobitke. Holding kompanije po pravilu se formiraju da bi se iskoristile

[1161] Dr Ž. Primorac, Finansijsko, imovinsko restrukturiranje preduzeća, Finansije3-4/90, st 169.

poreske privilegije koje zemlje korisnice kapitala institucionalno omogućavaju određenoj grupi kompanija uz simultano omogućavanje transfera kamata i dividendi po zemljama sa malim niskim porezima.

Ubuduće, porez na nasleđe za mala i srednja preduzeća, koja postaju predmet nasleđa, mora da osigura kontinuitet funkcionisanja takvih preduzeća pri prelasku sa jedne na drugu generaciju, uz proširenje mogućnosti za odlaganje plaćanja poreza na nasleđe i uvođenje poreskog oslobođenja za tzv. osiguranje nasledstva.

16. UPRAVLJANJE PORESKIM STIMULANSIMA

U fiskalnoj ekonomiji zemalja OECD i EU, porseki stimulansi zauzimaju centralno mesto u kreiranju operativne razvojne politike. Fiskalni je, stoga, i skoncentrisan na podsticajno oporezivanje biznisa. Razvojna poreska politika savremenog sveta danas već polaže svoj najteži ekonomeki ispit na planu promovisanja prsduzetništva i menadžerstva. Moderno upravljanje porezima, u funkciji razvoja preduzetničke aktivnosti i investicionog ciklusa, u zemljama izvoznicama kapitala i zemljama učesnicama kapitala je u fokusu naše analize.

U fiskalnoj literaturi poreski podsticaji u pravilu se definišu kao poreski ustupak javne vlasti (države) određenom poreskom obvezniku (u pogledu poreske osnovice i poreske stope) da bi se iskoristila poreska beneficija (korist) sa ekonomskim i socijalnim motivima. U finansijskoj praksi,[1162] poreski podsticaji se uobičajeno klasifikuju prema oblicima preduzetničkih aktivnosti i vrstama investicija i to za (1) investicije preko kompanija sa statusom filijale. (2) investicije kroz specijalizovane investicione fondove ili trustove, (3) investicije preko učešća u portfoliju, (4) investicije preko ogranka i poslovne jedinice, (5) investicije kroz ortakluk, (6) produžavanje roka na koji se odobrava zajam, (7) sporazume o transferu tehnologije, (8) obučavanje i pružanje visokostručnih znanja itd, prema posmatranju različitih faza preduzetničkog poduhvata (podsticaji u inicijalnom periodu ili u periodu pre nego što je privredna aktivnost otpočela, podsticaji u periodu obavljanja aktivnosti, podsticaji u periodu posle okončanja aktivnosti), prema posmatranju svake vrste poreza (podsticaji u odnosu na porez na dohodak, porez na zarade, porez na imovinu, porez na promet, carine, doprinos za socijalno osiguranje, takse i dr.), prema korisniku podsticaja (preduzeće koje investira i investitor koji obezbeđuje sredstva) i prema dužini trajanja (trajni podsticaji, privremeni podsticaji, kratkoročni podsticaji, dugoročni podsticaji). itd. U tom kontekstu svakako ne treba ispustiti iz vida i podsticaje koji su destinisani pojedinim regionima ili određenim grupama, podsticaje sa globalnim, sektorskim

[1162] Dr Žarko Ristić, Poreski sistem i fiskalna reforma, Istraživačko - izdavački centar SSO Srbije, Beograd, 1991., str 271-182.

i strukturnim učincima, podsticaji na makro i mikro nivou, podsticaje na internom i eksternom planu i sl.

Za našu analizu su izuzetno važni poreski podsticaji koji se praktikuju u zemljama uvoznicama kapitala (host countries) i zemljama izvoznicama kapitala (home countries). Zemlje uvoznice kapitala koriste i daju brojne poreske podsticaje pre otpočinjanja investicione aktivnosti i u inicijalnoj fazi preduzetničke aktivnosti, za vreme trajanja date aktivnosti i posle okončanja aktivnosti (1) investicione premije, (2) prenošenje gubitaka u napred, (3) poreski raj, (4) poresko oslobađanje, (5) umanjenje poreza, (6) olakšice putem posebnog režima amortizacije, (7) prenošenje gubitaka, (8) odbijanje posebnih troškova od iznosa poreza, (9) neoporezive rezerve za buduće investicije i (10) povraćaj poreza za slučaj reinvestiranja.[1163]

Investicione premije se uobičajeno daju u vidu investicionih kredita i gotovinskih transfera. Investicioni kredit se po pravilu daje na teret buduće fiskalne obaveze, dok se gotovinski transferi neposredno isplaćuju u vidu subvencije. Moguća je i refundacija poreza ukoliko se u inicijalnoj fazi pojavi profit. U prvoj godini poslovanja u načelu se ne pojavljuje profit, pa, samim tim, ni poreska obaveza. U fiskalnoj praksi savremenih zemalja i gotovinski transferi i investicioni krediti, kao oblici poreskih podsticaja, koriste se u samom procesu finansiranja feasibility studies-a, programiranih objekata infrastrukture i planiranog broja novih radnih mesta.

U strukturu fiskalnih podsticaja ulaze i mogućnosti prenošenja gubitaka unapred. Prenošenje gubitaka na teret profita u narednim godinama konvenira biznisu. Umanjenje poreske obaveze u kasnijem vremenekom periodu jeste svojevrsna nagrada za rizik u prvim godinama poslovanja novog preduzeća ili bilo kojeg drugog oblika preduzetništva, pošto se ne ostvaruje profit već gubitak.

Poresko oslobođenje i poreski raj, kao oblici poreskih podsticaja, obično omogućavaju oporezivanje profita po tzv. nultoj poreskoj stopi za određeni broj godina, odnosno dozvoljavaju mogućnost da se profit ne oporezuje za određeno vreme nezavisno od toga da li je uopšte ostvaren profit ili nije. U prvom slučaju, troškovi amortizacije osnovnih sredstava se uobičajeno iskazuju po odgovarajućim propisima. U drugom slučaju pak amortizacija osnovnih sredstava se ne vrši za vreme trajanja dotičnog poreskog podsticaja. U oba slučaja, dakle, reč je o različitim oblicima neoporezivanja.

Prenošenje gubitaka unazad, kao poreski podsticaj, podrazumeva davanje institucionalne mogućnosti preduzeću da gubitke iz ranijih godina ili poslednje godine "prebije" na teret profita iz prethodnih godina. "Prenošenje gubitaka unazad može prouzrokovati brzo poboljšanje likvidnosti preduzeća, ukoliko ono može zahtevati refundaciju na ime poreza koje je ranije platilo na profite iz prethodnih godina. I maksimalan iznos gubitaka koji se mogu preneti unazad i broj

[1163] Isto, str. 271-282

godina na koje je prenošenje dopušteno mogu se fiksirati da bi se tako ograničila nesigurnost u budžetu date zemlje.[1164]

Umanjenje poreza i povraćaj poreza za slučaj reinvestiranja, kao oblici poreskih podsticaja, u stvari reprezentuju oporezivanje profita po nižoj poreskoj stopi za određen broj godina (ili se samo jedan deo profita preduzeća podvrgava oporezivanju, kao alternativno rešenje), odnosno davanje mogućnosti za potpunu ili delimičnu refundaciju poreza ukoliko preduzeće reinvestira određeni deo profita nakon obavljene raspodele profita i plaćenog poreza.

Odbijanje posebnih troškova od iznosa poreza (a ne od bruto dohotka) jeste jedan od oblika poreskih podsticaja, ali sa privilegovanim poreskim tretmanom pojedinih aktivnosti preduzeća. Troškovi za istraživanje, razvojni troškovi za obuku specijalizovanog osoblja i troškovi za tehnološke inovacije reprezentuju tzv. odbitne troškove od poreza.

Neoporezive rezerve za buduće investicije i poreski tretman skrivenih rezervi jesu "specijalni" slučajevi u procesu sticanja prava na poreski podsticaj. U prvom siučaju reč je o formiranju rezervi za buduće investicije, koje se odbijaju od projekata u godinama koje prethode godini investiranja preduzeća. Po završetku investicije rezerve se po pravilu pretvaraju u postrojenja, koja se nabavljaju tokom narednih nekoliko godina. U drugom pak slučaju, po završetku preduzetničke aktivnosti, neoporezivanje (ili neporeski tretman) skrivenih rezervi, koje u stvari predstavljaju uvećanu vrednost kapitala, reflektuje značajan poreski podsticaj, odnosno garanciju države za uvoz inostranog kapitala.

Konačno, olakšice putem posebnog režima amortizacije jesu atraktivan segment poreskih podsticaja. "Posebna amortizacija" se obično definiše "kao primena bilo koje sheme amortizacije koja odstupa od sheme amortizacije koja se jedino zasniva na dužini veka korisnog trajanja poslovnog (osnovnog) sredstva"[1165]. Po Jehley "trenutna (puna) amortizacija" omogućava odbijanje svih 100% troškova poslovnog sredstva u godini nabavke, dok "ubrzana amortizacija" nudi mogućiost da se ubrza otpis dopuštanjem visokih stopa amortizacije u godini nabavke i u toku narednih (nekoliko) godina. Posebne varijante predstavljaju "dodatna amortizacija", "amortizaciono odobravanje" i "privremena amortizacija". "Dodatna" amortizacija se zaračunava preko "normalne" amortizacije. "Amortizaciono odobravanje". kao vrsta "posebne amortizacije", jeste metod u kome se iznos stvarnih troškova nabavke poslovnog sredstva uvećava za određeni procenat, pa se na takvu osnovicu primenjuju uobičajene stope amortizacija.[1166] Time se omogućava ravnomerna raspodela odbitaka na ime amortizacije u dužem vremenskom periodu. Konačno, "prevremena" amortizacija, kao kombinacija instrumenata investicionih rezervi i amortizacije, omogućava da se osnovno sredstvo amortizuje pre njegove nabavke, s tim da se iznos prevremene amor-

[1164] E. Jehle, Uloga poreskih podsticaja i sličnih mera u poreskom sistemu, „Finansije" 9-1/86, str. 546
[1165] E. Jehle, op., cit., str. 545
[1166] Isto, str. 545

tizacije odbija od iznosa troškova nabavke "onda kada poslovno sredstvo uistinu bude kupljeno".[1167] U celini posmatrano, prezentirane sheme „posebne" amortizacije reprezentuju specifične poreske podsticaje privatnih investicija, koje dolaze do izražaja u docnijem stadijumu poslovne aktivnosti kada su profiti "sposobno jaki" za apsorbovanje pogodnosti odbitaka na ime amortizacije iz ponuđenih shema.

Poreski podsticaji su važni kako za zemlje uvoznice kapitala tako i za zemlje izvoznice kapitala, pogotovu za one zemlje "koje žele da podrže napore zemalja uvoznica kapitala da privuku inostrane investicije finansirane iz izvoza koji vode poreklo sa njihove teritorije (teritorije zemalja izvoznica kapitala). [1168] U ovom kontekstu koriste se sledeći poreski podsticaji: (1) neoporezive rezerve za buduće investicije, (2) investicione premije, (3) rezerve na ime gubitaka od poduhvata u zemlji u razvoju, (4) opšta investiciona rezerva, (5) valorizaciono umanjenje, (6) neoporezivi transfer sredstava koja sadrže skrivene rezerve, (7) amortizacija uz niske "sriktivne anuitete" i dr.

Neoporezive rezerve za buduće investicije reprezentuju sistem stvaranja neoporezivih rezervi za buduće investicije preduzeća zemlje izvoznice kapitala koja proširuje aktivnost u zemlji uvoznici kapitala. Ovi poreski podsticaji su izuzetno značajni za mala i srednja preduzeća koja se "finansijski" pripremaju za proširenje preduzetničke aktivnosti na teritoriji zemalja uvoznica kapitala.

Opšta investiciona rezerva, kao poreski podsticaj, predstavlja "mogućnost koja se pruža preduzeću zemlje izvoznice kapitala da u godini u kojoj vrši investicije u zemlji uvoznici kapitala stvori u svojoj zemlji rezervu koju odbija od profita, a koja će biti obračunata kao određeni procenat investiranog iznosa.[1169] Ono što važi za gotovinski transfer i investicioni kredit, kao poreski podsticaji koji se pružaju u zemljama uvoznicama kapitala, u načelu važi "i za situaciju kada se investicione premije omogućuju u zemljama izvoznicama kapitala na ime investicija koje njihova preduzeća vrše u zemljama uvoznicama kapitala"[1170]. Razlika je jedino u tome "što preduzeće investitor prima investicionu premiju u svojoj zemlji" (Jehle).

Neoporezivi transfer sredstava koja sadrže skrivene rezerve reprezentuje poreski podsticaj koji se daje preduzeću iz zemlje izvoznice kapitala, koja proširuje poslovnu aktivnost u zemlji uvoznici kapitala. Oporezivanje skrivenih rezervi uvećava vrednosti kapitala sadržanih u sredstvima koja se transferišu u inostranstvo, jeste praksa u najvećem broju zemalja. "Transfer ovakvih sredstava mogao bi se olakšati ukoliko bi vlada zemlje izvoznice kapitala dopustila stva-

[1167] Isto, str. 545
[1168] E. Jehle, op., cit., str. 548
[1169] E. Jehle. str. 549
[1170] E. Jehle. str. 549

ranje rezerve, privremene ili trajne prirode, za iznos transferisanog profita i, na taj način, omogućila ili odlaganje ili stvarno neplaćanje poreza.[1171]

Valorizaciono umanjenje, kao poreski podsticaj, reflektuje određenu vrstu amortizacione rezerve na vrednost investicija u zemlji uvoznici kapitala pod uslovom da ne dođe do pada vrednosti investicija. "Preduzeće investitor može da u godini u kojoj investira u zemlji uvoznici kapitala formira rezervu koju odbija od profita (do iznosa koji je utvrdila vlada zemlje izvoznice kapitala), koja se ne mora rasformirati sve dok se ne okončaju investicije u zemlji uvoznici kapitala".[1172] Transakcija se pak svodi na efektivnu podelu rizika između preduzeća investitora i vlade zemlje izvoznice kapitala „u formi odlaganja plaćanja poreza u određenom procentu od investicije koja se vrši u zemlji uvoznici kapitala od strane preduzeća iz zemlje izvoznice kapitala".[1173]

Poput valorizacionog umanjenja, i amortizacija uz niske "fiktivne anuitete" reprezentuje poreski podsticaj, s tom razlikom što se ovaj podsticaj ne ograničava samo na godinu u kojoj se faktički obavlja investiranje u zemlji uvoznici kapitala. Ovaj podsticaj može se dati i u narednim godinama zavisno od diskrecione odluke preduzeća u zemlji izvoznici kapitala. "Mogući primer primene ove mere podrške moglo bi predstavljati pretvaranje neizmirenih 'loših' zajmova (koji nisu potpuno amortizovani), koje su odobrila preduzeća zemlja izvoznice kapitala u vlastiti kapital. Poreska olakšica može poprimiti oblik amortizacije zajma za niske fiktivne anuitete".[1174]

Rezerve na ime gubitaka od poduhvata u zemljama u razvoju javljaju se kao poreski podsticaj samo onda kada vlada zemlje izvoznice kapitala pruža podsticajnu meru koja omogućava da se "gubici mogu u bilo kom obliku uzeti u obzir. U pravilu, gubici koji su ostvareni u procesu poslovanja u zemlji uvoznici kapitala ne priznaju se u zemlji izvoznici kapitala, čak i onda kada se primenjuje tzv. sistem oporezivanja svetskog dohotka, "Podsticaji koje zemlja izvoznica kapitala može pružiti svom preduzeću po okončanju preduzetničke aktivnosti u zemlji uvoznici kapitala u osnovi se svode na preferencijalni tretman pri oporezivanju uvećane vrednosti kapitala koja se ovim povodom može pojaviti".[1175]

U praksi savremenih poreskih sistema postoje brojne podsticajne mere kojima se poreski teret olakšava (beneficija) ili kojima se poreski obveznik oslobađa poreske obaveze. U pravilu, ove mere služe za ostvarivanje ekstrafiskalnih ciljeva poreza, kao što su privredni rast i anticiklični efekat. Poreski stimulansi se po pravilu oživotvoruju: (1) odlaganjem plaćanja poreza. (2) sniženjem poreske stope, (3) izuzimanjem iz dohotka, (4) odbijanjem od dohotka i (5) preko investicionog poreskog kredita.[1176]

[1171] E. Jehle. str. 549
[1172] E. Jehle. op. cit., str.549-550
[1173] E. Jehle. str. 550
[1174] E. Jehle. str. 550
[1175] E. Jehle. str. 551
[1176] Dr. D. Popović, Oporezivanje dohotka organizacija udruženog rada, „Savremena administracija",

Odlaganje plaćanja poreza za pojedine poreske obveznice može imati istu validnost kao i poreska oslobođenja u zavisnosti od dužine perioda poreskog odlaganja, jer se dugoročno poresko oslobađanje faktički svodi na efekat ukinutog poreza. Ubrzana amortizacija jeste najznačajniji oblik odlaganja poreskih obaveza, odnosno plaćanja poreza. U praksi većine zemalja praktikuju se brojni, međusobno različiti, metodi obračunavanja amortizacije: linearni metod, metod dvostruko opadajućeg balansa, metod zbira godina, metod inicijalnog odobravanja, metod slobodne amortizacije i metod prevremene amortizacije.[1177]

Problem amortizacije zauzima centralno mesto u fiskalnoj politici podsticaja investicionih aktivnosti, budući da je za poreske obveznike izuzetno važno pitanje odbitka iznosa kapitalnih rashoda od poreske osnovice zajedno sa pitanjem vremenskog rasporeda amortizacije. Poreske uštede investitora se, naime, povećavaju ukoliko se odbici kapitalnih troškova povećavaju. I ukoliko su troškovi kapitala ranije odbijeni, utoliko su veće uštede investitora. "Sadašnja vrednost poreza koja se plaća u toku perioda trajanja investicije sastoji se iz dva dela. Jedan deo čini sadašnja vrednost poreza kakva bi bila kada ne bi postojala amortizacija. Drugi deo, koji se oduzima od prvog, predstavlja sadašnju vrednost poreskih ušteda usled odbijanja amortizacije".[1178] Posle uvođenja poreza po prof. Popoviću trošak investicija iznosi:

$$Bt = Rn \cdot An - t\left(Rn \cdot An \frac{B}{d} \cdot An \right)$$

gde su: d - broj godina u toku kojih se vrši amortizacija (pravolinijska), Ad - sadašnja vrednost anuiteta od jedne novčane jedinice za d godina, An - sadašnja vrednost anuiteta od jedne novčane jedinice za n godina, Rn - godišnji priliv dohotka u toku n godina,t- poreska stopa, B -trošak investicije, Bt- trošak investicije posle uvođenja poreza.

"Prema tome moguće je zaključiti da efektivna poreska stopa (stvaran iznos umanjenja dohotka) zavisi od zakonske poreske stope n od vremenskog rasporeda odbijanja amortizacije (dužine perioda amortizacije i brzine njenog odbijanja unutar tog perioda)... efekat stimulacije investicija može se, dakle, prenositi kako preko ubrzavanja amortizacije, tako i preko sniženja poreske oba-

---

Beograd, 1986., str.7-73, S. Snossen (Ed). Comparative Tax Systems, North Holand, Amsterdam, 1983, Barry bracewel- Milnes i J.C.L. Huiskomp, Investment ,Incentive, Klawer, Deventar, 1977, Tax Espenditures, report by the Commitete on Fiscal Affairs OECD, Paris 1984., H.J.Aron i M.J Boskin (ed), The Economicsof Taxation, The Brookings Insolution, Washington, 1980,R.M.Bird, Tax Incentives for Investment, Canadian Tax Foundation, Toronto 1980 i R.S. Smith Tax Expeditures Canadian Tax Foundation, Toronto, 1979.

[1177] Dr. D. Popović, op.,cit, str 70-73

[1178] Dr. D. Popović, Oporezivanje dohotka organizacija udruženog rada, „Savremena administracija", Beograd, 1986., str.68

veze."[1179] Odlaganje plaćanja poreza u suštini reprezentuje davanje beskamatnog zajma investitorima, dok ubrzana amortizacija reflektuje oproštaj poreza.

Fiskalna praksa,,navodi" primere različitog tretiranja amortizacije u odnosu na utvrđivanje poreza na dobit, iako se propisi o amortizaciji brzo menjaju (naročito posle sprovedenih fiskaliih reformi u zemljama OECD krajem 80-ih godina). Za nas su izuzetno ilustrativni (neporeski) tretmani amortizacije u praksi Švedske i SAD. Švedska,[1180] naime, dozvoljava upotrebu ubrzane (geometrijeke) amortizacije za opremu i strojeve po stopi od 30% (tzv. Tripledeclining balance), za prvu godinu dozvoljena amortizacija se kreće i do 70%. Preduzeća - ukoliko im to odgovara - mogu preći sa geometrijske na linearnu petogodišnju amortizaciju. "Za pojedinu investiciju se to isplati posle treće godine, dok se rastućoj firmi, brzim investiranjem, isplati upotreba 30% ubrzane amortizacije.[1181] U politici amortizovanja zgrada obično se koristi linearna amortizacija. Prosečan vek zgrade propisan je za prerađivačku industriju na 28 godina. a za trgovinu čak na 36 godina. U SAD [1182]pak primenjuju se liearna, geometrijska i suma broja godina, kao tri metoda amortizacije. „U 1981. godini bio je usvojen novi sistem (Acce1erated Cost Reciveny System) kojim su sva osnovna sredstva svrstana u 4 grupe, i kojima je određeno vreme trajanja (3, 5, 10 i 15 godina). Automobili, kamioni, oprema za istraživanje i sl. imaju rok tri godine, postrojšnja i oprema 5 godina, komunalna infrastruktura 10 godina, a ostale zgrade i sprave (železnice) 15 godina. Time je bitno povećan godišnji iznos amortizacije i smanjen profit koji se opterećuje porezom na profit".[1183]

U finansijskoj praksi zemalja OECD primenjuju se brojni mehanizmi odlaganja plaćanja poreza, kao što su ubrzana amortizacija, preferencijalni tretman nerealizovane ukapitalisane dobiti, poreski tretman gubitaka i investicione rezerve.

Metod ubrzane amortizacije po pravilu je opredeljen propisanim vremenom otpisa osnovnih sredstava (vremenski raspored amortizacije) i izborom odgovarajuće formule za obračunavanje amortizacije u okviru datog vremena amortizovanja osnovnih sredstava. Standardna amortizacija propisuje se na bazi utvrđenog veka trajanja osnovnih sredstava i tempa zastarevanja sredstava rada. Izbor formule za obračun amortizacije u suštini se svodi na odabir preferiranog metoda u odnosu na linearni ili pravolinijski metod, metod dvostruko opadajućeg balansa. metod zbira godina, metod inicijalnog odobravanja, metod slobodne amortizacije i metod prevremene amortizacije.

[1179] Dr. D. Popović, op.,cit, str 69

[1180] Dr M. Kranjec, Uticaj politike amortizacije i finnsiranje investicija na efektivno oporezivanje dobiti preduzeća u Zborniku radova, „Oporezivanje dobiti preduzeća", Instistut za javne finansije, Zagreb, 1990, str. 117

[1181] Isto. str 117

[1182] Isto. str 117

[1183] Dr Žarko Ristić, Fiskalna ekonomija, Savremena administracija, Beograd, 1991., str 722

Pravolinijski ili linearni metod podrazumeva isti godišnji iznos amortizacije u toku propisanog veka trajanja i otpisivanja osnovnog sredstva. Desetogodišnji period amortizacije osnovnog sredstva čija je vrednost iznosila 1.000 dinara implicira, dakle, godišnji iznos otpisa u iziosu od 100 dinara.

Metod dvostruko opadajućeg balansa koji se primenjuje u SAD, Francuskoj, Belgiji, Švedskoj, Danskoj i Nemačkoj reprezentuje takvu formulu obračuna ubrzane amortizacije po kojoj se u prvoj godini otpisa osnovnog sredstva odbija dvostruko veći procenat amortizacije nego kod primene linearnog metoda, a da se na preostali iznos vrednosti osnovnih sredstava u sledećim godinama primenjuje isti procenat.

Metod zbira godina pokazuje da je procenat amortizacije, koji se odbija svake godine, jednak odnosu između preostalih godina perioda amortizacije i zbira godina perioda amortizacije.

Metod inicijalnog odobravanja investitoru - koji se primenjuje u Nemačkoj, V. Britaniji, Francuskoj, Italiji, Belgiji i Holandiji - omogućava da se završenoj investiciji odbije gotovo 100% troškova investicije na ime amortizacije. Na taj način investitor dobija značajnu poresku ošlakšicu u godini (prvoj) instaliranja sredstava rada, što se u suštini svodi na beskamatni zajam kao nagradu za rizik.[1184]

Metod prevremene amortizacije - koji se primenjuje u Nemačkoj, Hodandiji, Danskoj i Italiji - omogućava investitoru da po sopstvenom izboru otpisuje osnovno sredstvo. Preduzeće, u tom kontekstu, može u bilo kom trenutku da realizuje otpis osnovnog sredstva (osim prve godine).[1185]

Metod slobodne amortizacije, najzad, omogućava preduzeću da po sopstvenom izboru ostvaruje politiku otpisa osnovnog sredstva. Preduzeća obično biraju godine u kojima su profiti najviši da bi po odbitku veće amortizacije platila manji porez (npr. Švedska i V. Britanija).[1186]

Pored toga, u pojedinim se pak zemljama pruža "preferencijalni poreski tretman nerealizovanim capitals gains. Postupak preferencijalnog poreskog tretmana dobiti ostvarene po osnovu rasta cena hartija od vrednosti (naročito državnih obveznica), kao vid podsticanja investicione aktivnosti, opravdava se samo u slučaju mogućeg određivanja posebne namene plasmana ukapitalisanih prihoda.[1187]

U drugim pak zemljama postoji "mogućnost prenošenja gubitaka unazad ili unapred, kao nagrada za spremnost za preuzimanje rizika) "Kompenziranje gubitaka se u praksi ostvaruje putem dopuštanja obveznicima poreza na profit da među troškovima poslovanja u tekućem poslovnom periodu mogu prikazati i preneseni gubitak iz prethodnih godina i na taj način umanjiti poresku

---

[1184] Dr. Žarko Ristić, Poreski sistemi i finansijska reforma, Istraživačko-izdavački centar SSSO Srbije, Novi Beograd,1991., str 278
[1185] M. Base, Systems ficsaus, Dalloz, Paris, 1989
[1186] Dr. Žarko Ristić,op. cit.,str 278
[1187] Dr. D. Popović, Međunarodno poresko planiranje,"Finansije"5-6/89, str.267

osnovicu.[1188] Ovaj se mehanizam u praksi pak svodi na prepnšenje gubitaka unapred. A to se upravo razlikuje od prenošenja gubitaka unazad. U ovom kontekstu, gubici mogu biti apsorbovani u profitu iz prethodnih godina. "Ovakvo se rešenje sreće u situacijama kada se očekuje da će određena investicija biti rentabilna, ali tek po proteku određenog broja godina u kojima će biti zabeležen gubitak. Tada se sveukupna profitabilnost investicionog projekta može poboljšati tako što se ovi inicijalni gubici rasporede unazad pa račun ranije realizovanih profita. U suštini, samo prenošonje gubitaka unazad izaziva učinak odlaganja plaćanja poreza; prenošenje gubitaka unapred, na buduće profite, ima oblik podsticaja u vidu odbijanja od dohotka.[1189]

Poreski tretman gubitaka, sa stanovišta vremena, limitiran je. Prenošenje gubitaka unanred limitirano je na 2 godine u Danskoj, na 5 godina u Francuskoj, Italiji, Nemačkoj i Belgiji, na 6 godina u Švedskoj i na 7 godina u SAD. Prenošenje gubitaka unazad za period od tri godine praktikuje se u SAD, za dve godine u Holandiji i za jednu godinu u Danskoj, V. Britaniji i Nemačkoj. "Konačno, kroz tzv. investicione rezerve poreskim obveznicima se omogućuje svake godine da mogu izdvojiti određen iznos profita u poseban fond rezervi za buduće investicije, fond koji se odbija od dohotka pri utvrđivanju poreske osnovice. Time se u datoj godini smanjuje poreska obaveza, a plaćanje poreza se odgađa za kasnije. kada se investicija realizuje.[1190] Ovaj vid investicionih rezervi primenjuje se u Španiji, Švedskoj i Norveškoj.

Sniženja poresk stope odslikavaju mogućnost redukcije poreskog tereta smanjenjem zakonske poreske stope. Praksa selektivnog smanjenja stope poreza na profit korporacija je široko zastupljena u savremenim zemljama radi: (a) stimulisanja razvoja pojedinih grana ili regiona (npr. za razvoj zapadnog dela Berlina u Nemačkoj), (b) podsticanja razvoja malih i srednjih preduzeća (naročito onih preduzeća čiji je profit srazmerno mali, kakav je inače slučaj u Austriji), (c) izdvajanja dela profita u posebne namene (npr. za istraživanja i razvoj, i za ekologiju); koji se isključuje iz poreske osnovice, i (d) podsticanja regionalnog razvoja (u vidu oslobađanja od poreza).

Smanjenje poreske stope često se efektuira u vidu poreskog oslobađanja. Oslobađanja od plaćanja poreza u teoriji i praksi mogu biti, najpre, delimična i potpuna. Poreska oslobađanja, zatim, mogu biti destinirana u korist pojedinih grana ili u korist određenih preduzeća. Konačno, oslobađanja od plaćanja poreza mogu biti data na neodređeno ili određeno vreme. U pojedinim zemljama OECD praktikuje se i tzv. politika selektivnog snižavanja stope poreza na dohodak preduzeća,

---

[1188] Dr. D. Popović, Oporezivanje dohotka organizacija udruženog rada, „Savremena administracija", Beograd, 1986., str.76

[1189] C.K. Brown i P.M. Jackson (Ed) , Public Economics, Basil Blackwell, Oxford, 1990.

[1190] Dr. D. Popović, Međunarodno poresko planiranje,"Finansije"5-6/89, str.267

Koja simultano služi za podsticanje razvoja pojedinih privrednih grana ili za razvoj određenih regiona. Izuzimanja iz dohotka se, isto tako, često upotrebljavaju. U pravilu, ova izuzimanja anglobiraju sve one stavke koje pe ulaze u poresku osnovicu, odnosno ostvareni dohodak poreskog obveznika. Takav je inače slučaj sa rasprostranjenim investicionim subvencijama, koje se pa globalnom planu primenjuju u Holandiji, Italiji, V. Britaniji i Nemačkoj (a i na regionalnom planu u Francuskoj i Belgiji).

Metod investicionih subvencija upravo se sastoji u neposrednom subvencioniranju kupovina osnovnih sredstava. No, i metod investicionih plaćanja (premija) reprezentuje subvenciju sa fiskalnim implikacijama (nezavisno od samog čina postojanja poreske obaveze).

Odbijanja od dohotka reprezentuju "definitivno umaljenje poreske obaveze, a ne samo odlaganje njenog plaćanja.[1191] U strukturi različitih oblika odbitaka izdvajaju se: a) revalorizacija osnovnih sredstava. i (b) revalorizacija zaliha, primenom LIFO metode (koja egzistira u praksi Francuske i Luksemburga, naročito kod obračunavanja zaliha). No, stimulisanje investicione aktivnosti "obavlja se i putem investicionog odobravanja, kod koga je obvezniku dozvoljeno da u godini nabavke osnovnog sredstva od bruto poreske osnovice odbije određeni procenat koji dodaje uobičajenim amortizacionim iznosima[1192]. Ovaj metod koristi se u Belgiji, Nemačkoj, Holandiji, Luksemburgu. Švedskoj, Danskoj i V. Britaniji.

U praksi su uglavnom svi metodi ubrzane amortizacije reprezentanta postupka odbijanja od dobit u samom procesu kvantifikovanja poreske osnove, kao definitivno umanjenje porsekog tereta. Tu su i metodi investicionog odobravanja i revalorizacije osnovnih sredstava i zaliha. Metod investicionog odobravanja reprezentuje kombinovanu primenu indirektne subvencije po osnovu realizovane investicije i linearne amortizacije. "U godini nabavke osnovnog sredstva preduzeća je, naime, dopušteno da od bruto poreske osnovice odbije određeni procenat na ime investicionog odobravanja i to se dodaje uobičajenim amortizacionim iznosima.[1193] Amortizacija se kod investicionog odobravanja, naročito u kasnijim godinama, odvija po potpuno uobičajenoj shemi. Stoga se najviše koristi u Nemačkoj, Švedskoj, Belgiji, V. Britaniji i Holandiji.

Mehanizam revalorizacije osnovnih sredstava jeste validan mehanizam u uslovima visoke i rastuće inflacije, koja involvira razliku između "istorijske" i realne amortizacije, degradira standardnu obnovu utrošenih sredstava rada, uvećava fiktivan dohodak na štetu amortizacija i involvira rastući trend bankarskih kredita za kupovinu opreme. I da bi se očuvala realna supstanca fiksne imovine kompanija u periodu visoke inflacije obično se suma godišnje amortizacije uvećava za iznos inflacije. U osnovi, reč je o indeksaciji troškova amortizacije posredstvom indeksa promene cene osnovnih sredstava (tzv. pristup troškova za-

[1191] Dr. D. Popović, op. cit., str 267
[1192] Isto. str. 267
[1193] Isto. str. 81

mene) ili posredstvom indeksa cena na malo (tzv. metod revalorizacije). Oba metoda ili pristuna podrazumevaju primenu koncepta reprodukcione vrednosti kapitala (koji u obračunu uspeha preduzeća prikazuje nadoknađen fiksni kapital) i koncepta realne vrednosti kapitala (koji očuvanje kupovne moći investiranog kapitala prikazuje kao cilj preduzeća). No, revalorizacija se može opservirati i sa aspekta investicionih podsticaja: "Stimulans se krije u okolnosti da primena mehanizma revalorizacije omogućuje da se odbiju veći iznosi prilikom utvrđivanja osnovica poreza iz dohotka. Revalorizacija osnovnih sredstava favorizovaće preduzeća čiji je stok sredstava za rad kod kojih je veće relativno učešće fiksnog kapitala u odnosu na obrtna sredstva, iako im je vrednost osnovnih sredstava (iskazana kroz troškove zamene) ista. Revalorizacija će snažnije stimulisati i preduzeća čija je profitna stopa niža, jer će, ukoliko dve firme imaju identičnu strukturu kapitalnih sredstava i isto učešće fiksnog kapitala u ukupom kapitalu, obe imati isti iznos profita koji je oslobođen od poreza putem revalorizacije, bez obzira da li je neka od njih imala višu profitnu stopu, odnosno realizovanu veću količinu profita.[1194] Ovaj pristup uglavnom se praktikuje u Francuskoj i Italiji.

Metod revalorizacije zalihe[1195] jedan je od važnih oblika odbijanja od dohotka čiji efekat uglavnom zavisi od nivoa inflacije i od brzine obrta zaliha, kao i od postupaka obračunavanja zaliha (kao što su LIFO metod i metod srednje cene). LIFO metod (last-in, first-out) "razotkriva" da roba koja se prodaje sa zaliha ima upravo najvišu cenu inputa. LIFO metod u procesu ubrzanja obrta zaliha omogućava premošćavanje jaza između realnih i istorijskih troškova zaliha. Iako ne odgovara konceptu realne vrednosti kapitala, LIFO metod je prihvaćen u praksi Italije, Belgije, SAD i Nemačke.

Za razliku od LIFO metoda FIFO metod (first-in, first-out) razotkriva da roba koja se prodaje sa zaliha ima najnižu cenu inputa.[1196] Kao takav, ovaj metod reprezentuje pokazatelj, stvarnog fizičkog toka zaliha, iako u procesu inflacije doprinosi prelivanju realnog kapitala uloženog u zalihe u poslovni rezultat.

Metod srednje ocene, kao postupak obračunavanja zaliha, "se ne poklapa" sa faktičkim kretanjem artikala na zalihama. I ovaj metod omogućava prelivanje realnog kapitala uloženog u zalihe u rezultate preduzeđa u inflatornim uslovima. Ubrzavajući obrt zaliha, ovaj metod ublažava posledice erozije kapitala "blokiranog" u zalihe pod dejstvom inflacije.

Prema tome, od pomenutih metoda obračuna zaliha najprihvatljivija je "kombinovana primena LIFO metoda i mehanizma revalorizacije putem indeksa opšteg nivoa cena" kako bi se "omogućilo kvantifikovanje realnih dobitaka

---

[1194] Dr. D. Popović, Oporezivanje dohotka organizacija udruženog rada, „Savremena administracija", Beograd, 1986., str.76

[1195] Dr Žarko Ristić , Finansije preduzeća,"Privredni pregled", Beograd,1990

[1196] Dr. D. Popović,op.cit., str 83

(odnosno gubitaka) od držanja zaliha" i kako bi se "fiktivne inflatorne dobiti" odstranile iz poslovnog rezultata.[1197]

Konačno, investicioni poreski kredit, kao poreski stimulans, "omogućuje kompaniji koja investira da dobije naknadu na ime poreza koji bi inače platila. Običio se obvezniku dopušta da svoju poresku obavezu umanji za iznos koji odgovara određenom procentu vrednosti investicije." SAD služe inače kao ilustrativan primer primene "investicionog poreskog kredita.

U praksi savremenih fiskalnih sistema industrijski razvijenih zemalja OECD i EU[1198], dakle, značajno mesto zauzima i tzv. investicioni poreski kredit, pomoću koga se preduzećima pruža naknada na ime poreza koji bi inače ona platila. Kod metode investicionog odobravanja umanjuje se osnovica poreza na profit (odnosno javljaju se odbici pre utvrđivanja poreske obaveze). Kod tzv. metoda ubrzane amortizacije plaćanje poreza se samo odlaže (pomera za kasniji period). Kod "poreskog kredita" se neposredno smanjuje porez, što predstavlja čistu zaradu investitora. U uslovima primene metoda ubrzane amortizacije i invseticionog odobravanja najviše koristi imali su obveznici čija je poreska stopa najviša. Kod investicionog poreskog kredita, međutim, srazmerno veća korist pruža se obveznicima čija je poreska stopa niža[1199]. To se postiže obično utvrđivanjem kredita u apsolutnim odnosima, nezavieno od poreske stope, odnosno iskazivanjem kredita u procentu od investicionog rashoda. Međutim. invseticioni poreski kredit može se odobriti u procentu od poreske obaveze investitora,[1200] i tada se veća olakšica pruža obveznicima čija je stopa viša, ali je zato neto profntna stopa obveznika čija je poreska stopa viša relativao manje porasla u odnosu na neto profitnu stopu obveznika čija je poreska stopa niža nego što bi to bio slučaj u uslovima promene metoda invseticionog odobravanja. Investicioni poreski kredit primenjuje se u više država - članica*)*. U SAD odobrava se po stopi od 10% od vrednosti investicije, ako je vek trajanja sredstva o kome je reč barem 7 godina. Ako je vek trajanja između 5 i 7 godina, dopušta se traženje samo 2/3 kredita; ako je vek trajanja izmeću 3 i 5 godina, dopušta se traženje samo 1/3 kredita. Za sredstva čiji je vek trajanja kraći od 3 godine, kredit se ne odobrava. U Nemačkoj investncioni poreski kredit odobrava se samo obveznicima koji svoj kapital pozajmljuju radi investiranja u Zapadnom Berlinu (12% od pozajmljenog kapitala).[1201]

[1197] Dr. D. Popović,Međunarodno poresko planiranje, „Finansije", 5-6/89.,str. 268
[1198] J.A.Kej i M.A.King, The British Tax Sistems, Oxsford University press Oxford, 1990. 140
[1199] J. Bernard, Economie publique, economica, paris, 1985 i B. Dafflon i L. Weber, Le financement dusccteur public, P.U.F.Paris, 1984.
[1200] Dr Ž. Ristić, op. cit., str 473
[1201] Dr. D. Popović, op., cit., str.82

16.1. Oporezivanje off shore biznisa

Off shore način poslovanja je u permanentnom usponu već više od jedne decenije. Ekspanzija off shore biznisa implicirala je precizne komercijalne kalkulacije sa perfektno isplaniranim poreskim opterećenjem. Perfidni menadžeri su "projektovali" kompanije preko kojih treba voditi biznis (poslove). Željene kompanije valjalo je registrovati u državama sa najatraktivnijim poreskim uslovima privređivanja. Povećani broj inostranih investitora – vlasnika off shore kompanija trebalo je biti uslovljen potpunim oslobađanjem od plaćanja bilo kakvog poreza, koji inače guši biznis. No, off shore biznis, pored poreskih beneficija, implicira modernizaciju zakonodavstva koje će garantovati imovinu firme, poslovni status, političku stabilnost i seljenje sedišta kompanije (redomiciliation). Za off shore biznis je izuzetno važna poslovna sigurnost kojom se štite i garantuju imovina i ulog i status nerezidenta u odnosu na poreske propise i "obećano" oslobođenje od devizne kontrole države u kojoj je registrovana kompanija. Off shore biznis traži off shore banke koje svojim klijentima omogućavaju punu sigurnost kod transfera kapitala i međunarodnih plaćanja, kao i otvaranje bankarskih računa u drugim svetskim finansijskim centrima bez devizne kontrole i pružanja finansijskih izveštaja centralnoj banci. Za off shore biznis značajnu ulogu igra i razvijeni telekomunikacioni sistem, koji omogućava kompanijama upravljanje poslovima iz bilo kog dela sveta i bez obzira na vremenske razlike (jer nalozi, ponude, ugovori permanentno teku). Za vlasnike off shore kompanija važne su i razvijene i diskretne mreže poslovnih usluga u oblasti prometa kapitala, osiguranja, računovodstva, bankarstva, špedicije i transporta. Poslovna infrastruktura je izuzetno važna za off shore agente, koji su stalno u pokretu. Konačno, za off shore biznis je veoma važna činjenica koja se odnosi na garantovanje zaštite identiteta vlasnika, diskrecije poslovnih poteza i anonimnosti ulagača, što država, na čijoj teritoriji je registrovana off shore kompanija, mora osigurati na trajan način (angažovanjem nominee vlasnika), ali bez tzv. pranja novca i pokrića nedozvoljenih poslova.[1202]

Osnivači off shore kompanija (vlasnici kapitala), zbog poreskih i bankarskih privilegija, koje dobijaju od države na čijoj teritoriji se registruje firma, moraju ispuniti određene uslove, koje propisuje dolična država, i to: (1) vlasnici off shore kompanija mogu biti isključivo inostrana lica, koja unose kapital u zemlju na čijoj teritoriji žele da registruju svoju kompaniju, ali bez vlasništva domaćeg državljanina (kakav je inače slučaj u Liberiji, koja omogućava svom državljaninu da raspolaže vlasništvom u off shore kompaniji do 25% kapitala), (2) celokupan profit off shore kompanije mora biti realizovan isključivo iz poslovanja sa inostranstvom, odnosno sa stranim firmama van teritorije države u kojoj je registrovana off shore kompanija, i (3) kapital vlasnika za osnivanje off

[1202] L. Weber, L'Etat, acleur économique, Economica, Pariš, 1997.

shore kompanije mora poticati iz inostranih izvora i bez prava mešanja sa domaćim kapitalom vlasnika domaćih kompanija u zemlji u kojoj se registruje off shore kompanija. Ove uslove mora da ispuni svaki nerezident koji teži da iskoristi povoljan poreski tretman, koji ne uživaju domaće kompanije u vidu neplaćanja poreza na profit ili minimalnog plaćanja. Privilegovana poreska politika važi samo za off shore kompanije koje ne remete privrednu strukturu zemlje na čijoj teritoriji "radi" off shore biznis. Neutralno poslovanje off shore kompanija ne remeti tržišnu konkurenciju između domaćih kompanija niti udara na profitonosna polja domaćeg biznisa. Off shore biznis samo donosi dobit državi bilo po osnovu minimalnog oporezivanja profita i taksi za registraciju kompanija bilo po osnovu zakupa poslovnog prostora, korišćenja poslovne infrastrukture i telekomunikacione mreže, i zapošljavanja domaćih lica (agenata, savetnika, računovođa).

Oporezivanje off shore biznisa implicira postojanje različitih poreskih olakšica i oslobođenja. To je važan kriterijum na osnovu koga se sve moderne države, u kojima se registruju off shore kompanije, svrstavaju u tri grupe, i to: (1) grupa zemalja u kojima se off shore biznis u potpunosti oslobađa plaćanja poreza na profit kompanija (tzv. nulta poreska stopa), (2) grupa zemalja u kojima se off shore biznis oporezuje po minimalnim poreskim stopama (tzv. izuzetno nisko oporezivanje profita kompanija) i (3) grupa zemalja u kojima se svi oblici off shore biznisa podjednako (istodobno) poreski tretiraju, s tim što se potencijalni poreski izuzeci daju određenim kompanijama koje ispunjavaju određene uslove, koje propiše država na čijoj teritoriji je registrovana off shore kompanija (Exemption tax haven). Prve dve grupe zemalja (Zero-tax haven i Low-tax haven) karakteristične su po svojim poreskim strukturama, u kojima dominiraju indirektni (posredni) porezi. Predominantno učešće posrednih poreza u budžetskim prihodima tih država dozvoljava nulto ili minimalno oporezivanje profita direktnim porezima. No, i relativno visoki indirektni porezi ne derogiraju atraktivnost ulaganja u razvoj delatnosti trgovine, osiguranja i bankarstva na principima off shore biznisa. U suštini, u zemljama sa ekspanzivnim razvojem off shore biznisa vodi se računa o "odnosu" direktnih poreza (koji se institucionalno postavljaju za blago oporezivanje profita kompanija) i indirektnih poreza (koji se propisuju za umereno oporezivanje imovine i povećanje nominalnog kapitala off shore kompanija). Važno je, pri tome, posebno naglasiti da propisani indirektni porezi ne reduciraju atraktivnost ulaganja u onim privrednim delatnostima u kojima se realizuju relativno visoki profiti i u kojima je imovina off shore kompanija relativno mala. Sa poreskog stanovišta, budućnost razvoja finansijskih centara off shore poslovanja i off shore business-a pružaju samo određene zemlje Evrope (Cyprus, Liechtenstein, Malta, Suisse, Andorra, Ireland, Luxembourg, Monaco, Madeira), Afrike (Seychelles, Liberia), Srednjeg istoka (U. A. E., Bahrain), Kariba (Antigua, Bahamas, Bermuda, Aruba, Barbados, British Virgin Islands), Centralne i Južne Amerike (Costa Rica, Panama, Urug-

vay), Pacifika (Hong Kong, Singapore, Vanuatu, Cook Islands, Nauru, Westem Samoa) i tzv. Britanskih ostrva (Guernsey, Jersey, Gibraltar, Išle of Man).

Kipar (Cyprus) je, već tradicionalno, poslovni most između Evrope, Bliskog Istoka i Afrike, koji fino ukomponovanom fiskalnom politikom uspeva da privuče strani kapital, da započne konsolidaciju sopstvene privrede, da postane atraktivan poslovno-finansijski off shore centar, da razvije slobodnu tržišnu ekonomiju sa ograničenom ulogom države i da atraktivizira privatnu inicijativu (i svojinu) kao osnovu privrednog razvoja. U tom smislu, off shore kompanije plaćaju porez na profit državi po stopi od 4,25%, pod uslovom da je profit ostvaren van teritorije Kipra, odnosno u poslovima i finansijskim transakcijama sa firmama koje nisu domaća preduzcća. Na dividende vlasnici off shore kompanija ne plaćaju porez čak i onda kada svu svoju zaradu transferišu po svojoj želji po čitavom svetu. Kamate i kapitalni dobici su oslobođeni od plaćanja poreza, što, zajedno sa isključenom deviznom kontrolom, predstavlja dodatni impuls za razvoj off shore biznisa.

Lihtenštajn (Liechtenstein), u samom centru Evrope na Alpima između Austrije i Švajcarske, razvio je finansijski biznis, zahvaljujući svom položaju u carinskoj uniji sa Švajcarskom, razvijenoj infrastrukturi za potrebe međunarodnog biznisa i diversifikovanim zakonskim propisima o statusnim oblicima off shore kompanija. U Lihtenštajnu sve kompanije sa statusom off shore kompanije (Holding Companies i Domiciliary Enterprises) uživaju izuzetne fiskalne beneficije i poreske olakšice. Naime, off shore kompanije su oslobođene plaćanja poreza na profit. Off shore kompanije su obavezne da plaćaju samo tzv. capital tax po minimalnoj poreskoj stopi od 0,1%. Istovremeno, ove kompanije plaćaju stamp duty po stopi od 3%, a ponekad i tzv. witholding tax po stopi od 4%.

Južna Irska (Eire), sa ostrvima Aran i Connemara (Ireland) postala je novi poslovno-finansijski centar za razvoj off shore biznisa u kome se jednostavno registruje kompanija ili prodaje već registrovana tzv. Shelt Company. Strani kapital je posebno favorizovan, naročito poreskim koncesijama. U poreskom okruženju Eire, kompanije čiji su vlasnici stranci ne plaćaju nikakav porez iz profita, pod uslovom da stranci – vlasnici ne stiču profit iz poslovanja u Eile niti sa kompanijama iz Eire. Umesto poreza na profit u Eire se po pravilu plaća samo tzv. godišnja taksa u iznosu od 200 britanskih funti. Isto tako, deoničari u ovim kompanijama ne plaćaju nikakav porez na dividendu, pod uslovom da su stranci i da nisu rezidenti Eire. Dividenda, kao i profit, se može slobodno transferisati bez ikakve kontrole i bez ograničenja.

Madeira, kao deo Portugala, koji uživa status članice EZ, razvila se u moderan off shore centar sa vrlo širokim spektrom aktivnosti u oblasti bankarstva, osiguranja, holding investicija, turizma i industrijske slobodne carinske zone. Inače, sve su off shore kompanije poreski privilegovane, iako moraju da podnose završne račune poreskim organima (Limitade Company i Sociedada Anonima Company). Off shore kompanije plaćaju samo godišnju taksu u iznosu

od 1.000 američkih dolara, pošto su oslobođene plaćanja poreza iz profita do 2011. godine.

The Isle of Man (Čovečje ostrvo) predstavlja modernu poslovnu lokaciju za off shore biznis, pošto uživa specijalni status u EZ/EU sa slobodnom trgovinom sa svim članicama EZ/EU, ali sa samostalnim i od EZ/EU nezavisnim poreskim sistemom. I. O. M. spada u zemlje sa tzv. low-tax sistemom, odnosno u zemlje sa izuzetno niskim poreskim opterećenjima. Osnove poreskog sistema su sledeće: (1) porez na imovinu i nasleđe jednostavno ne postoji, (2) profit off shore kompanija oslobođenje od plaćanja direktnog poreza na dobit, pod uslovom daje profit ostvaren iz poslovanja u inostranstvu, (3) kapitalna ulaganja su u potpunosti oslobođena poreza i (4) ostala preduzeća plaćaju porez na profit po jedinstvenoj poreskoj stopi od 20%. Ovaj porez po stopi od 20% plaća se na realizovani profit iz poslovanja na I. O. M. sa kompanijama koje imaju status domicilnih kompanija.[1203] Međutim, određene kompanije ne plaćaju porez na prihod iako se smatraju rezidentima. Naime, Registration Companies plaćaju samo godišnju taksu od 450 funti umesto poreza na ostvareni profit. Exempt Insurance Companies, ukoliko podnesu zahtev na izuzeće od poreza, mogu plaćati samo godišnju taksu. Exempt Companies, ukoliko ostvare profit van I. O. M., mogu podneti zahtev za oslobađanje od plaćanja poreza na profit, s tim da plate samo tzv. obaveznu godišnju taksu. Upravo taj momenat je važan za off shore kompanije, čiji su vlasnici stranci, pošto se na profit, koji se ostvari van teritorije I. O. M. ne plaća nikakav porez na profit. Poput toga, i na dividende vlasnik off shore kompanije ne plaća porez. Prema tome, same off shore kompanije ne plaćaju porez na profil, a sami vlasnici off shore kompanija ne plaćaju porez na dividende. Od 1981. godine, odnosno 1987. godine inoviranje poreski sistem, koji sada u potpunosti odgovara stranim ulagačima, vlasnicima postojećih off shore kompanija i osnivačima novih off shore kompanija. Niski troškovi poslovanja po osnovu niskih poreskih stopa i/ili poreskih oslobođenja i poreskih olakšica jesu novi finansijski magnet za razvoj off shore biznisa i poslovnih centara. Dodatni podsticaji danas na I. O. M. važe za Exempt Insurance Companies, za Trusiš na I. O. M. odnose se na nove prednosti (i pogodnosti) off shore načina poslovanja za firme i institucije, koje nose status: Exempt Insurance Companies, Trusts, Exempt Companies, Shipping Companies, Non-resident Companies, trgovačka preduzeća i banke.[1204] Po tome, dakle, osiguravajuće društvo može podneti zahtev za oslobođenje od plaćanja poreza na profit i poreza na dividende vlasnika – deoničara osiguravajućeg društva, ukoliko je profit osiguravajućeg društva ostvaren po osnovu off shore načina poslovanja (što je inače privlačno za Captive Insurance Companv, reosiguravajuće kompanije i penzijske fondove). I ukoliko nadležne finansijske službe I. O. M. odobre traženo poresko oslobođenje, utoliko je osiguravajuće društvo obavezno da plaća samo

[1203] Off shore Financial Centries, Euromoney, maj 1992, str. 49–50.
[1204] R. Latin, Off shore biznis – gde i kako?, Yubic, Novi Sad, 1992, str. 52–55.

godišnju paušalnu taksu da bi održalo status pravnog lica oslobođenog od plaćanja poreza. No, i trust kompanije, čiji vlasnici nisu rezidenti, a kompanije imaju status rezidenta, oslobođene su plaćanja poreza na profit iz prostog razloga što ta poreska privilegija predstavlja pogodnost za akumulaciju zdravog kapitala, koji je, oslobođen od poreza, lako transferzibilan po želji vlasnika i bez ograničenja. Kompanije sa pravnim statusom Exempt kompanije, isto tako, mogu podneti zahtev za potpuno oslobođenje od plaćanja poreza na profit, pod uslovom da im je delatnost zaštita patenata, zaštitnih znakova, licenci i Rovalities, Commoditv dealing, holding, brodarstvo i investicije, i da im je celokupan prihod ostvaren van I. O. M. Dalje, u poslovanju Shipping Companies-a brod mora biti ili u vlasništvu ili u zakupu kompanije rezidenta I. O. M., s jedne strane, i kompanija mora ispunjavati kriterijume Exempt Companies, s druge strane, pa da se steknu uslovi za neplaćanje poreza na profit, koji se ostvari off shore poslovanjem. Isto tako, Nonresident Companies, koje se dosta preporučuju za osnivanje (jer su kontrolisane van I. O. M.) plaćaju samo godišnju paušalnu taksu u iznosu od 450 funti, ali ne i porez na profit. Konačno, trgovačka preduzeća i banke dobijaju od 1987. godine dodatne beneficije kroz poreske redukcije i kroz poreska oslobođenja, što doprinosi sniženju troškova poslovanja.

Gibraltar, kao južni deo španskog kopna, poznat je po tome što dozvoljava podnošenje zahteva za odobrenje Exempt Status kompanije. Taj zahtev za off shore status kompanije odnosi se na oslobođenje od plaćanja poreza na profit, koji se podnosi nakon osnivanja kompanije. Prihvaćeni zahtev za off shore status traje čak 25 godina. Odobreni zahtev garantuje potpuno oslobođenje od poreza na profit i poreza na imovinu kompanije. Umesto poreza, kompanija je obavezna da plaća godišnji paušalni iznos na ime takse, pod uslovom da akcionari budu isključivo stranci i da se uplati minimalni osnivački ulog kompanije. Godišnja taksa se plaća da bi se obezbedio i zadržao off shore status kompanije. Ona se plaća u dve rate (jedna do 31. marta, druga do 30. septembra), pod uslovom da je oslobođenje od plaćanja poreza na profit sprovedeno u praksi.

Džersi (Jersey), kao jedno od Kanalskih ostrva Engleske, osiguralo je poseban status u EZ: zadržana je fiskalna autonomija i prihvaćena je carinska unija. Strana ulaganja su privučena povoljnim poreskim olakšicama. Fiscal environment inkorporira dve stvari: (1) kompanije koje plaćaju godišnju taksu i (2) kompanije koje plaćaju porez. Off shore kompanije koje plaćaju godišnju taksu u iznosu od 500 funti ne plaćaju porez na profit, pod uslovom da kompanije ne posluju na samom Džersiju, da su osnovane na Džersiju i da se njima upravlja van Džersija. Kompanije koje su, pak, osnovane na samom Džersiju, koje posluju na Džersiju i kojima se upravlja sa Džersija plaćaju porez na profit po stopi od 20%.

Gernsi (Guernsev), kao Kanalsko ostrvo i dominion Britanske krune je, poput Jersey, zadržao svoju poresku autonomiju i pristupio carinskoj uniji EZ. Specijalnim poreskim pogodnostima stranom kapitalu razvio se u moderan off

shore poslovni i finansijski centar. Kompanije kojima se upravlja van Gernsija i koje ne posluju na samom Gernsiju plaćaju godišnju taksu u iznosu od 500 funti za svaku godinu unapred umesto poreza na profit koji se ne plaća na off shore biznis. Međutim, kompanije koje posluju na samom Gernsiju i kojima se upravlja sa Gernsija plaćaju porez na profit po stopi od 20%. Oporezivanje profita Captive insurance company vrši se po bazičnoj poreskoj stopi od 20%. Stamp duty se plaća po stopi od 0,5%. Taxation of off shore funds i Dwellings profits tax u Fiscal environment-u Guernsey-a ne postoje od 1989. godine.[1205]

Zapadna Samoa (Western Samoa) u Tihom okeanu između Sidneja i Honolulua razvila se u značajan centar off shore načina poslovanja ugrađivanjem specijalnih pogodnosti u zakonske propise, koje su u samom vrhu svetske ponude. Osnivači i vlasnici off shore kompanija moraju biti stranci da bi iskoristili specijalne poreske beneficije. Off shore kompanija mora biti registrovana kao deoničko društvo, koje se može baviti bilo kojom delatnošću, osim bankarstvom i osiguranjem. U tom kontekstu, nije potrebno angažovanje "nominee shareholders", što sa poreskim olakšicama značajno redukuje troškove poslovanja. Nepostojanje devizne kontrole omogućava osnivanje off shore kompanije prostim prenošenjem sedišta postojeće kompanije iz bilo koje zemlje savremenog sveta, koje se nagrađuje izuzećem od plaćanja bilo kakvog poreza. U celini posmatrano, vlasnici kompanija, kao fizička lica, ne plaćaju porez na dohodak pojedinaca, a kompanije, kao poslovna lica, ne plaćaju porez na dobit.

Hong Kong, kao Britanska kolonija do 1. VIII 1997. godine kada se suverenitet prenosi na Kinu, posluje kao off shore biznis područje bez devizne kontrole, bez ograničenja u iznošenju novca i bez podnošenja finansijskih i periodičnih obračuna i izveštaja. U poreskom zaduženju Hong Kong se koristi teritorijalnim principom, a ne domicilnim principom. Za poreske organe je važno da li se radi o kompaniji koja se smatra rezidentnom. Stoga, Hong Kong spada u zemlje low lax area. Zemlje, koje se, pak, smatraju tzv. tax haven, insistiraju da vlasnici off shore kompanija budu stranci da bi se kompanije oslobodile plaćanja poreza, odnosno da bi plaćale porez na profit po minimalnim stopama. Prema tome, za Hong Kong je važno da se poreza ne oslobađaju kompanije čiji su vlasnici stranci (tzv. domicilni princip), već da se poreza oslobađaju samo kompanije koje ostvaruju profit u poslovanju van Hong Konga (tzv. teritorijalni princip). Samo profiti koji su ostvareni izvan Hong Konga ne podležu nikakvom oporezivanju. Jednostavno, za te kompanije nema poreske obaveze. One su automatski anulirane.

Vanuatu (nekadašnji Novi Hebridi), kao zbir malih ostrva u vidu slova Y, između Fidžija i Australije, predstavlja potpuno novi off shore centar svetskog biznisa sa izuzetno povoljnom poreskom politikom za sve strane ulagače. Poreska politika ovde služi čak i za zaštitu identiteta vlasnika off shore kompanija.

[1205] Off shore Financial Centries, Euromoney, maj 1992, str. 46.

Poreski propisi su veoma modernizovani i do maksimuma prilagođeni zahtevima savremenog off shore načina poslovanja. Po tome, dakle, Vanuatu predstavlja "tax haven" državu. Vlasnici (i osnivači, deoničari) off shore kompanija ne plaćaju nikakve poreze na svoje dividende niti poreze na dohodak fizičkih lica. Same off shore kompanije, kao pravna lica, ne plaćaju nikakav porez na profit ukoliko je ostvaren iz poslovanja izvan Vanuatua.

Liberija je, kao afrička zemlja, među prvima obnarodovala svoj izuzetno pozitivan stav prema stranim ulaganjima, privatnoj svojini i tržišnoj ekonomiji. U Liberiji se plaća samo 150 američkih dolara godišnje takse, pod uslovom da je manje od 25% vlasništva off shore kompanije u rukama rezidenata i da se sav prihod stiče iz poslovanja izvan Liberije. Tada sve off shore kompanije ne plaćaju nikakav porez na dobit. Njihovi vlasnici, takođe, ne plaćaju porez na svoje dividende.

Sejšelska Ostrva (Seychelles) u središtu Indijskog okeana, od septembra 1978. godine, Dekretom u potpunosti oslobađaju kompanije plaćanja svih poreza, devizne kontrole i obaveze vođenja računa. Off shore kompanije nemaju pravo da se direktno angažuju u poslovima na Sejšelima, a ne mogu imati nepokretnu imovinu niti mogu imati bilo kakav udeo u Sejšelskim kompanijama. Fiskalna politika bi to penalizovala na najdrastičniji način. Inače, off shore kompanije ne plaćaju nikakav porez na dobit na Sejšelskim ostrvima. Vlasnici off shore kompanija, isto tako, ne plaćaju porez na dividende. Uostalom, Sejšeli do sada nisu potpisali ni jedan ugovor (sporazum) o izbegavanju dvostrukog oporezivanja.

Panama sa obalom Pacifičkog i Atlantskog okeana između Kostarike i Kolumbije na ulazu u Panamski kanal poznata je po potpunoj anonimnosti vlasnika kompanija (angažovanjem nominee shareholders), po mogućoj kupovini shelf com-pany (tj. registrovane kompanije), po ofisu (sedištu) kompanije, koje može biti svuda u svetu, zajedno sa tzv. knjigom akcija, i po nepostojanju obaveze podnošenja završnog računa i finansijskog izveštaja Panamskim vlastima. U tom kontekstu, Panamski poreski sistem počiva na tzv. teritorijalnom principu, po kome ako kompanija ne posluje u samoj Panami nema nikakvih poreskih obaveza (poreza na dobit). U tom slučaju, off shore kompanije plaćaju samo godišnju taksu u iznosu od 150 američkih dolara. Mnogi vlasnici, kao akcionari, ne plaćaju porez na dividende.

Portoriko (Puerto Rico), poput Paname, od 1986. godine forsira detaksirane investicije, nefiskalni tretman profita off shore kompanija, poreske olakšice za retransfer bankarske dobiti i profita osiguravajućih kompanija, i poreska oslobađanja dividendi.

Holandski Antili (Netherlands Antilles), kao zemlja Kariba, već duži niz godina promovišu (uspešno) razvoj off shore biznisa posredstvom izuzetno podsticajne poreske politike. U fiskalnom "environment-u" stope poreza na dobit finansijskih kompanija i holdinga kreću se od 2,4% do 3%. Usluge, koje odbacuju profit oporezuju se po stopi od 4,8%–6,0%. Kompanije u slobodnim zonama

plaćaju porez po stopi od 2%. Shipping i aviation companies plaćaju porez po stopi od 7,7%–9,6%, dok mutual funds plaćaju porez po stopi od 2,4%–3%, odnosno od 4,8%–6%.[1206]

Antigua i Barbuda, kao ostrva u Antilima severno od Trinidada, poznata su po off shore kompanijama, koje fungiraju, kao International Business Company (IBC), koje su izuzete od devizne kontrole. Transfer kapitala je potpuno slobodan, mada ne postoji zakonski minimum osnivačkog uloga (osim kada su u pitanju off shore banke i off shore osiguravajuća društva). Obaveza podnošenja završnog računa nije predviđena. Vlasnici IBC su u potpunosti oslobođeni plaćanja poreza na dividende. Off shore kompanije, kao pravna lica (IBC) su potpuno oslobođene od plaćanja poreza na dobit dvadeset godina od dana registracije.

Nevis, kao najdivnija prirodna botanička bašta jugoistočno od Majamija, od maja 1989. godine mnogo čini za razvoj off shore biznisa. U igri su mnogobrojne pogodnosti: (a) off shore kompanije ne plaćaju porez na dobit, a vlasnici deonica off shore kompanija ne plaćaju porez na dividende (pod uslovom da je profit ostvaren iz poslovanja izvan Nevisa), (b) vlasnici off shore kompanija mogu živeti u bilo kom delu sveta, (c) off shore kompanije nemaju obavezu izrade godišnjeg završnog računa niti predaju izveštaj o promeni vlasnika deonica, (d) off shore kompanije mogu preseliti svoje sedište u bilo koju zemlju i (e) off shore kompanija može se kupiti kao registrovana kompanija. U tom kontekstu, najvažnije je da se porez ne plaća ni na dobit niti na dividendu. "Drugim recima, porez ne plaća niti off shore kompanija kao pravno lice na profit koji ostvari ona sama kao kompanija, niti njen vlasnik kao fizičko lice na dobit koju sam sebi kao svoju dividendu prenese sa računa off shore kompanije na svoj lični račun".[1207]

Bahamska ostrva (Bahamas), kao grupa ostrva i grebena u Karipskom arhipelagu, u blizini obale Floride, ne propisuju deviznu kontrolu ni devizna ograničenja niti transfer deviza (unošenje i iznošenje deviza), koji je potpuno slobodan za sve off shore kompanije. Na Bahamima off shore kompanije ne mogu poslovati sa kompanijama rezidentima, niti mogu posedovati nekretnine. Off shore kompanije se ne mogu baviti osiguranjem i reosiguranjem niti bankarstvom kao delatnošću. Zagarantovana je puna anonimnost off shore kompanije. Off shore kompanije ne plaćaju porez na profit, a njeni vlasnici ne plaćaju porez na dividendu. Profit se može transferisati bez ikakvih poreskih barijera.

Kajmanska ostrva (grand Cayman), kao grupa ostrva u Karipskom arhipelagu južno od Majamija, već čitavu deceniju igraju na kartu stvaranja maksimalno povoljnih uslova za razvoj off shore kompanija i pošlovno-finansijskog biznisa. Na Kajmanskim ostrvima pravna i fizička lica ne plaćaju porez, a zakonski propisi garantuju potpunu zaštitu identiteta vlasnika kompanija i poslovanja

[1206] Off shore Financial Centries, Euromoney, maj 1992, str. 71.
[1207] R. Lalin, op. cit., str. 74–75.

off shore kompanija. Statusni oblik organizovanja nosi sa sobom određene beneficije, i to: (a) mogućnost izdavanja deonica na donosioca, (b) mogućnost seljenja već registrovane firme i (c) mogućnost dobijanja Certificate off Tax Concessions koji garantuje oslobađanje od plaćanja bilo kakvih poreza na Kajmanskim ostrvima u trajanju od 20 godina od dana registracije off shore kompanije. Dugoročne poreske beneficije su najjači adut u razvoju off shore biznisa na Kajmanskim ostrvima.

British Virgin Islands, kao grupa ostrva istočnih Kariba između Antigue i Portorika, sa statusom Britanske kolonije, u poslednje vreme izuzetnu pažnju posvećuje razvoju off shore biznisa koga neguju tri različite grupe kompanija: (a) Resident Companies, (b) Non-resident Companies i (c) International Business Companies. Kompanije iz prve grupe plaćaju umanjen iznos za godišnju dozvolu poslovanja (u zavisnosti od vrednosti imovine kompanije) i porez na profit bez obzira da li taj profit potiče iz poslovanja na British Virgin Islands ili iz off shore poslovanja. Druga grupa kompanija ne plaća porez na profit nego godišnji paušalni iznos takse i godišnji annual filling fee, jer se kompanije osnivaju samo u oblasti osiguranja. Konačno, kompanije iz treće grupe su praktično izuzete od plaćanja bilo kakvih poreza, osim plaćanja godišnje licence (dozvola za rad u paušalnom iznosu od 100 američkih dolara). A ako ne posluju sa kompanijama rezidentima ove kompanije ne plaćaju ni porez na dividende, a ni porez na imovinu.

17. PORESKA FORMULA EKONOMSKE PONUDE

Inflacija je - veli Laffer- stanje kada u odnosu na previše novca ima premalo robe i usluga na tržištu i zato ekonomisti žele da se bore protiv inflacije smanjivanjem novčane mase u opticaju. No. nekadašnji ekonomski savetnik Regana, kao protagonisti tzv. ekonomija gaonude, smatra da se za suzbijanje inflacije valja boriti povećanjem robne ponude. Monetaristi smatraju da je suzbijanje inflacije moguće samo ako se drastično zaustavi povećanje novčane mase, odnosno samo ako se akcije usmerene na ponudu novca (kao i kejnzijanci). Strukturalisti, pak, glavnu pažnju posvećuju tražnji novca (Laffer). Pristalice ekonomije ponude teže redukciji poreza, a kejnzijanci povećanju poreza za suzbijanje inflacije. U sniženju poreza ekonomisti ponude vide značajan podsticaj proizvodnji, a preko toga i ponude robe i usluga na tržištu. Pridavanjem značaja niskim poreskim stopama, strukturalisti smatraju da redukcija poreza predstavlja ključni instrument za suzbijanje inflacije i smanjenje budžetskih deficita. Suprotno od toga, pristalice ekonomije ponude potvrđuju da su budžetski deficiti povezani sa inflacnjom i porastom kamatne stope, i da, stoga, provociraju efekat istiskivanja sa negatšznim implikacijama na investicionu aktivnost i budući rast. Najnovija politika izlaska privrede iz recesije više se ne bazira na monetarističkoj recesiji tražnje u inflaciji ili na kejnzijanskoj ekspanziji tražnje u depresiji već na

regulisanju ponude čije povećanje u uslovima istovremene inflacije i nezaposlenosti treba da otkloni oba ova žarišta nestabilnosti.)[1208] Sredstva za ostvarivanje ove politike su "deregulacija" privrede, smanjenje uloge države u regulisanju ekonomskih tokova, oživljavanje inicijative posredstvom tržišta, potiskivanje uloge sindikata, monetaristička restriktivna politika obuzdavanja inflacije i fiskalna politika redukcije poreza i javnih rashoda. Pri tome, sredstva oslobođena iz društvenog budžeta čiji bi produktivni udari na ponudu izveli privredu iz recesije. Strukturalisti tako rezonuju iz razloga što veruju da su tržignne ekonomije prirodno efikasne, ali ne proizvode prirodni rast [1209]dovoljan za suzbijanje inflacije i za smanjenje nezaposlenosti. Stoga smatraju da će se sa porastom profita štednje i investicija u uslovima eliminisanja nekontrolisane socijalizacije dohotka i naturene državne regulative nezaposlenost "sama po sebi" opadati sa rastom proizvodnje.

Ekonomska politika ponude utemeljena na ideološkim premisama omogućava prevaljivanje tereta krize na radničku klasu i siromašne na taj način što se pod pritiskom nezaposlenosti krešu pritisci na porast nadnica, ukidaju izdaci za socijalnu zaštitu države blagostanja i prirodno smanjuju porezi siromašiijim (jer redukcija poreza za 23% ostavlja veće dohotke bogatijim). Time se menja struktura budžetskih prihoda povećanjem poreza siromašnijih i smanjenjem poreza bogatijih. Smanjenje fiskalnih prihoda i preko uz simultano umanjenje socijalnih davanja i neviđeni porast vojnih izdataka (koji se vraćaju vojnoindustrijskom kompleksu preko uvećane narudžbine) utrlo je put rastućim budžetskim deficitima, koji se pokrivaju zaduživanjem na tržištu kapitala sa indukovanim povećanjem prihoda vlasnika kapitala. Upravo iz tih razloga, uravnoteženje inflacije i nezaposlenosti je sve teže ostvarivo iako je elegantno razrađen novi mehanizam prebacivanja tereta krize sa kapitala na rad.[1210] Teoretičari "supply-side economicsa" smatraju da je obaranje inflacije urgentan zadatak ekonomske politike, iako inflaciju ne smatraju najvažnijim problemom.[1211]U kratkom roku, po njima, treba osigurati realne preduslove za ekonomski rast otklanjanjem inflatornih poremećaja, a potom težiti smanjenju nezaposlenosti i povećanju ekonomskog rasta na dugi rok. U tom kontekstu, restriktivna monetarna politika imala bi prvenstveno za funkciju da obori stopu rasta inflacije (na meru tzv. puzeće inflacije), ali bez primena mera administrativne kontrole cena i neposredne državne intervencije u

[1208] Ackerman, Reagonomics, Rhetoric us Reality. Pluto Press, London 1982.

[1209] M.Olson, The Rise and Decline of Nations: economic Growth, Stagflation and Social Regidities, Yale University Press, 1983.

[1210] Krupnom biznisu ponuđene su i mnoge druge olakšice koje smanjuju poreze kroz ubrzanu amortizaciju, oslobođenja poreza na nove investicije i opremu. tzv. poreski kredit ,pomeranje kapitala, investicione primove. itd.

[1211] Pojedini ekstremni strukturalisti, u tom kontekstu idu dalje i predlažu porez na izvorekapitala i porez na resurse od štednje radi socijalnog mira (tj, jednako oporezivanje i bogatih i siromašnih9 i solidarnog zapošljavanja, mada bi se zamaskiranim putem (refundacijama poreza i poreskim koncesijama i beneficijama) prihodi od kapitala i štednje „oslobodili", u krajnjoj instanci, poreskog tereta.

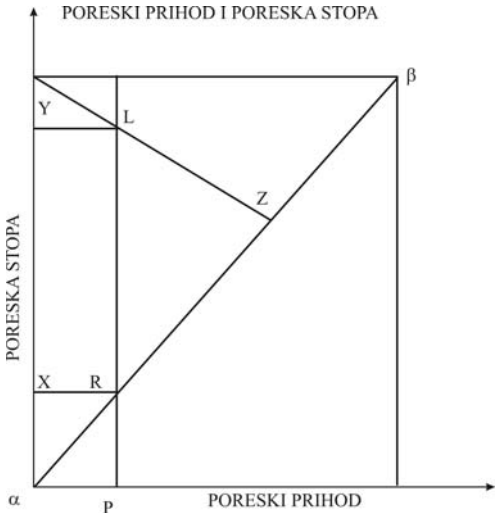
privredi. Monetarna stega određujući rastući trend kamatnih stopa, mora dati očekivane rezultate na planu deceleracije stope rasta opšteg nivoa cena, pa makar to bilo uz relativno visoku cenu recesije; jer, jedino recesioio prečišćavanje može razbiti rigidnost nadnica nadole i izmeniti funkcionisanje tržišta rada.[1212] Uz to, redukcija poreza treba da smanji troškove proizvodnje i na taj način, da sapne troškovnu inflaciju. I. tek onda kada se reducira inflacija treba smanjiti kamatne stope i stvoriti realne uslove ekonomskom rastu, što znači da se u drugoj fazi pokretačke snage nalaze upravo u stimulama na strani ponude, a ne na strani tražnje. Problem budžetskog deficita u osnovi razrešavao bi se spmultano kresanje javnih rashoda i snaženjem poreskih randmana. A ako nije moguće razbiti rigidnost budžetskog deficpta u prvoj etapi, indukovani porast nacionalnog dohotka, usled poreske redukcije, sigurno će obezbediti dodatni priliv fiskalnih prihoda za ekvilnbriranje budžeta u navedenom periodu.

Problem rasta proizvodnje, odnosno ponude, teoretičari supply side ekonomije vide u čitavom spektru stimulusa rada, štednje i investicija, pri čemu fiskalna relaksacija reprezentuje okosipcu stratenje rasta ponude.[1213] Radi se, dakle, o imperativnoj prelokaciji resursa iz neproduktivnih punktova, neproizvodnih džepova, potrošnje i dokolice u korist rada, štednje i investicija u funkciji promovisanja ekonomskog rasta. Prema tome, zanemaruje se redistributivna fiskalna funkcijau korist alokativne funkcije destikiranjem resursa biznisu, pošto poboljašnje ekonomskog položaja bogatih u dugom roku treba da dovede do povećanja životnog standarda siromašnijim[1214] (iako Tobin sumnjičavo gleda na moguć uspeh supply side). Tobin, zapravo, sumnjau "sposobnost" da se proizvedu efekti saglasno rezultatima naivne prognoze protagonista supply side politike.[1215] Teoretičari ekonomije ponude okrenuli su se problemu definisanja nivoa poreskog limita u formi apsolutnog i realtivnog poreskog opterećenja društvenog proizvoda.[1216] Pri tome, apsolutni poreski limit reprezentuje nivo fiskalnog opterećenja društvenog proizvoda, koji, sa daljim rastom poreskog opterećenja, ne omogućava porast poreskih prihoda, dok relativni poreski limit nominuje nivo fiskalnog opterećenja, koji, sa daljom eskalacijom poreskih prihoda, dolazi do redukcije akumulacionog potencijala i povećanja troškova proizvodnje. U popularnoj Lafferovoj krivoj poreski prihodi ne idu od tačke a do tačke (3. već od tačke os prema tački u, jer bi povećanje poreske stope od 0% na 100% bilo praćeno potpunim apsorbovanjem nacionalnog dohotka od javnog sektora.[1217] Nivo poreskog opterećenja u tački 2 predstavlja nivo apsolutnog poreskog limita iznad koga

---

[1212] G.Harcourt (Ed) , The Macroeconomic foundation of Macroeconomic Policy, St Marlins Press, New York, 1982, J. Tobin, Reganomics and Economis, The New York, Review of Book, 19/81 str. 13-14.
[1213] J. Kristol, Ideology and Suplly Side , Magazine Reprint 9/81. St. 4-6
[1214] J. W. Middenford, Suplly Side, a Bigger Economic Pie, Magazine Reprint 9/81, st. 4-6
[1215] Ibidem
[1216] R. Goode, Limits to Taxation Finance and Development, mart 1980, str 11-12.
[1217] W. Eltis, The Need to Cut Pulic Expenditure and Taxation, u „Is Monetarism Enough" The Institute of Economic Affairs, London, 1980. Str. 85-87.

nastupa faza smanjivanja poreskih prihoda. Samim tim, poreska stopa mora biti ispod 100%, kako bi se poreski prihod usmerio prema tački K umesto tačke (3. Sem toga, kriva ilustruje kombinaciju više (Y) i niže (X) poreske stope za formiranje određenog nivoa poreskih prihoda (P), a da se ne remeti ekonomska aktivnost i ne destimuliše akumulacija kapitala i ponuda rada.[1218]



Predikacija na sniženje poreza u formpi pokretanja ekonomskog rasta preko stimulacija rada. štednje i investicija implicira potpunu slobodu tržišnim zakonima komplementarnu sa smanjivanjem uloge države intervencije.[1219] U tom sklopu, teoretičari ekonomije ponude smatraju (1) da se budžetska sredstva manje-više neracionalno troše (2) da društvena korist od različitih oblika javnih izdataka nije ekvplibrirana sa društvenim troškovima; (3) da jačanja državnog intervencionizma vode ekspanziji adminpstrativnog aparata i neracionalnom zapošljavanju i supstituciji ekonomske logike, (4) da javni sektor, usled odsustva tržišnih zakonitosti, redukuje produktivnost i vodi socijalizaciji gubitka javnih preduzeća i (5) da predimenzionirana javna potrošnja generira inflacione impulse, reducira ekonomski rast i smanjuje produktivnu zaposlnost. Međutim, kejnzijanci osporavaju neokonzervativne teoretičare supply side ekonomije da ekspanzivni rast javnog sektora negativno deluje na cene, zaposlenost i rast, smatrajući da javni sektor ne indukuje stagflaciju, s obzirom da egzistira nesignifikativna korelacija između učešća javnih rashoda u društvenom proizvodu i stope rasta realnog društvenog proizvoda.[1220] Kejnzijanci negiraju čak i hipotezu o delovanju

[1218] Lafferova kriva nalik na Gausovu krivu , reprezentuje krivulju poreskog randmana, oslanjajući se na teoriju Repya. U pozadini Lafferove krive stoji formula ekonomije ponude, koju je Giersch respektovao u modelu Rfa, jer je po Cristolu, naglašavao rast, a ne raspodelu.
[1219] T.D. Wilet, The Case Reducing Government s Role in the U.S. Economy , Byliner 81, st.1-4.
[1220] Naime, porast javnih izdataka u zemljama OECD u periodu 1960-1980 za 1 posto provocira pad

rasta javnog sektora na inflaciju, pošto monokauzalni pristup inflaciji ne priznaje sindromom stagflacije.

U tom kontekstu, Tobin naglašava da deficitarno finansiranje budžeta može da izazov[1221]e ili inflaciju ili tzv. istiskivanje akumulacije kapitala, ali simultano provociranje inflacije i istiskivanje nije moguće. U inflaciji novac se čini manje privlačnom sirovinom u poređenju sa štednjom u drugim oblicima. Stvarna i očekivana erozija novčanih fondova i nominalnih dugova putem inflacije dovode do njihove neatraktivnosti. U drugom roku, realni fondovi se prilagođavaju tražnji za javnom imovinom, pri čemu se nivo cena i stopa inflacije prilagođavaju državnoj ponudi.[1222]

U svom modelu Tobin[1223]opisuje fiskalnu politiku pomoću parametara e, kao dela dohotka koji kupuje država, parametra t, koji se mobiliše putem poreza po odbitku transfera, i parametra 1 - y, koji se finansira pomoću izdavanja kamatonosnih obveznica. Pri tome, realna stopa prinosa od novca (-i) kao negativna vrednost stope inflacije, realna stopa za obveznice (gv), koja je određena tržištem, tržišna vrednost obveznica 1/(gv+J), kao recipročna vrednost njihove kao recipročna vrednost njihove nominalne stope prinosa, troškovi realne kamate novog duga (rd) kao ponderisani prosek realnih stopa gb(1 - y) + (-i) y, i odnos ukupnog duga prema nacionalnom dohotku (d), uz prethodna trn fiskalna parametra (e, t i 1 -y), daju identitet državnog budžeta:

$$e-t=(g-rd)d = [g-r(1-\gamma)+i\gamma]d$$

gde veličina g reprezentuje prirodnu stopu rasta.

Vlasnici bogatstva, veli Tobin, mogu držati kapital koji noi realnu kamatnu stopu (gb), pri čemu agregatni kapitalni koeficijent stoji u obrnutom odnosu prema ovoj stopi za k.(gk) u ravnoteži stabilnog stanja. U stabilnom stanju, tražnja ovih oblika imovine u odnosu na ukupan dohodak predstavlja se kao funkcija f[Tk (1-t), i\, -i,t] stopa prinosa po odbitku poreza i poreske stope - gde je J = K. B, M. U tom sklopu, veće oporezivanje smanjuje željeno bogatstvo, smanjuje ponudu javnog duga, povećava tražnju javnog duga, smanjuje tražnju kapitala. Porast poreske stope je antiinflatoran, ali izaziva tzv. efekat istiskivanja kapitala.

Diskusija o tome da li je fiskalna politika efikasno sredstvo za pozitivno uticanje na nivo zaposlenosti obogaćena je raspravom o tzv. istiskivanju tražnje

---

stope rasta realnog društvenog proizvoda za svega 0,,5 posto (D.R. Cameron, On the Limits of the Public Economy, i R. Hollingsworth (Ed), Goverment and Economic Performance, The Annals of the American Academy of Political and Social Science, januar 1982., st. 49-52.

[1221] A.T. Peacock i M. Rickets, the Growth of the Public Sector and Inflatin, u F. Hirsh Goldlhorpe, The political Economy inflatin, M Robertson, London 1978, st. 127-139.

[1222] J.Tobin i W Biitter, Long-run effcts of Fiscal and Monetary Policy on Aggregate Dmand i J.L. Stein (Ed), Monetarism, North-Holland, Amsterdam, 1976, i A. I. Greenftled i dr (Ed) , Economic Theory for Economic Efficiency: Essays in Honor or Abba P. Lemer, M.J.T. Press, Cambrige,1979.

[1223] W. Lachman, Akumulacija imovinei ekonomske aktivnosti, Centar za kulturnu delatnost, Zagreb, 1983, st. 80-81.

privatnog sektora (crowding-out), uključujući razlgase između realnog i finansijskog sektora (crowding-out), uključujući razlike između realnog i finansijskog crowdinga. [1224]U raspravama o potiskivanju sredstava za transakcione svrhe i efektima potiskivanja portfelja značaj budžetske restrikcije stupa u prvi plan, jer je moguć crowding, tj. unapređenje tražnje privatnog sektora. Pri tome, fiskalni multiplikator mora biti dugoročno pozitivan, iako stabilnost ekonomskog fenomena ne dovodi nužno do pozitnvnog fiskalnog multiplikatora kao u teoriji Blinder Solowa. No, u istraživanju realnog crowding-out državna restrikcija budžeta više ne igra ulogu, s obzirom na to da se kao važan faktor razvija investicnoni multiplikator povećanja državnih izdataka. Pozitivan investncioni multiplikator dovodi do povećanja cena koje garantuju realan rast. Veća izdavanja države uz simultano suzbijanje inflacije deluje pogoršavajuće na nivo zaposlenosti i mogu dovesti do opadnja realnog dohotka, a time i do povećanja nezaposlenosti.

Teorijska rasprava o efikasnosti fiskalne politike koriguje se, budući da postoji očigledna mogućnost jako divergirajućih dejstava poreza i javnih rashoda u okviru ekstremno pasivne ili aktivne monetarne politike.[1225] Pri tome je od izuzetnog značaja pitanje da li se fiskus kod utvrđivanja novih kombinacija instrumenata orijentiše samo prema robnom tržištu ili prema novčanom tržištu preko efekata svojih aktivnosti. To, dokazano je da se dejstva poreza ne ograničavaju samo na tražnju dobara, jer se promenama poreskih tarifa utiče direktno na ponudu dobara. tražnju novca i ponudu novca. Usled toga neophodna je čvršća koordinacija monetarne politike centralne banke i fiskalne politike. kao korisna alternativa za politiku usmerenu na smanjenje inflatornih efekata. obezbeđenje pune zaposlenosti i promovisanja realnog rasta društvenog proizvoda. Doduše. čvršća koordinacija monetarne i fiskalne politike je imperativna u domenu deficitarnog budžetskog finansiranja javne potrošnje, u presecanju kauzaliteta fiskalnih deficnta i inflacije, u eliminisanju posledica deficitarnog alimentiranja javne tražnje u ekonomske tokove reprodukcije, u blokiranju sprega javno finansijskih deficita, fiskalnog opterećenja i zajmovnog (internog i eksternog) sufinansiranja i u reviziji strategije deficitarnog finansiranja rekonverzijom deficitarnog finansiranja u suficitarno finansiranje i supstitucijom budžetskih debalansa fiskalnom reekvilibrizacijom.

Za razliku od monetaraca, koji u promenama novčane mase vide najvažniju determinantu promena nominalnog dohotka, u kejnzijanskoj doktrini se ne može naći ni jedna dominirajuća makroekonomska veličina za određivanje opšteg nivoa cena. Ali, većina kajnzijanaca ne misli da je novčana masa bez značaja za kretanje opšteg nivoa cena, isto kao što i većina monetarista ne smatra da je

---

[1224] W. Lachman, Crowding-out and budget restriction des states: Ein kritik , Kredit und Kapital 1/82 st. 113-131 I R.J. Cebula, An empirical analysis of the crowding out effect of fiscal policy in the Limited States and Canada, Kvelos 4/7, str 424-436.

[1225] M. Rose, Fiscal politik be AVCITIVER AND PASSIVER, Zentralbankpolitik, Kredit und Kapital 1/82, st. 90-110.

novčana masa samo jedna determinanta promena nominalnog dohotka, odnosno vrednosti novca. Ključna razlika između monetarista i kejnzijanaca postoji, ipak u tome što monetaristi tvrde je opšti nivo cena makroekonomski određena veličina, dok kejnzijanci smatraju da se ukupni nivo cena izvodi iz pojedinačnih cena, koje su determinisane visinom nadnica, povećanjem dobiti, visinom poreza. napretkom u proizvodnji i cenama uvoznih dobara. Teorija "Supply side Economicsa" javlja se kao reakcija na tradicionalnu makroekonomsku politiku naslonjenu na tražnju. Razočaranost u dilemu teoretičara tražnje: manje inflacije - više nezaposlenosti (monetaristi) ili manje nezaposlenosti - više iiflacije (kejnzijanci) doprinela je ubrzanom vaskrsavanju teorije ponude i eksponiranju strukturalista.

U uslovima staflacionih trendova, strukturne promene destinirane povećanju realne ponude su potrebnije od prostog reduciranja tražnje. Stimulisanje rada, štednje i investicija (politikom poreske redukcije), poboljšanje efikasnosti privređivanja i alokacije resursa (ukidanjem subvencija, kresanjem socijalnih rashoda i stopiranjem rasta nadnica), forsiranje tehničko-tehnološkog progresa i foomiranje kadrova nalaze svoje ishodište u povećanju robnih fondova.[1226]

Strukturalisti se, u načelu, slažu sa monetaristima daje inflacija urgentan zadatak ekonomske politike (ali ne i prioritetan). Ali, sa monetaristima se ne saglašavaju, u pogledu tretiranja inflacije kao monetarnog fenomena. Strukturalisti smatraju monetarističko shvatanje inflacije jednostranim. Iz toga razloga, teoretičari ekonomije ponude se suprotstavljaju primeni ortodoksnih mera preoštrih monetarnih i fiskalnih stega, jer se na taj način produbljuje recesija i blokira privredni rast. Protiv inflacije valja se boriti povećanjem robne ponude, a ne smanjenjem novčane mase u opticaju (monetaristi) i povećanjem poreza i smanjenjem javnih rashoda (kejnzijanci).

Teorija ponude bazirana na makroekoiomskom pristupu pledira na porast profita, štednje i investicija (u uslovima eliminisanja nekontrolisane socijalizacije dohotka i naturene državne regulative), i na smanjenje nezaposlenosti metodom rasta proizvodnje.

U slučaju poreza, ekonomisti ponude vide značajan podsticaj proizvodnji, a preko toga i ponude robe na tržištu. Ponuda je ta koja treba da dostigne tražnju na koju se već restriktivno deluje. Sredstva za ostvarivanje politike izlaska iz stagflacije su, prema tome. deregulacija privrede, smanjenje uloge države u regulisanju ekonomskih tokova, oživljavanje inicijative posredstvom tržišta oslobođenog korektura XX veka, potiskivanje uloge sindikata (eliminisanjem kliznih skala i indeksacije), politike redukcije poreza i socijalnih rashoda, politike smanjenja količine novca u opticaju itd. Pri tome, sredstva oslobođena iz državnog budžeta neracionalno usmeravana ostavljala bi se biznisu I potrošačima čiji bi produktivni udari na ponudu izveli privredu iz recesije na stazu ubrzanog i stabilnog rasta.

[1226] X. Zolotas, Economic Growth and Declining Social Welfare, New York University Press, N York, 1982., E. Rossier, Economie Structurele, Aconomica, Paris 1980.

Samo u kratkom roku treba osigurati realne preduslove za ekonomski rast otklanjanjem instalisanih inflatornih poremećaja, a u drugom roku treba težiti povećanju proizvodnje i smanjenju nezaposlenosti. Restriktivna monetarna politika, u tom sklopu, imali bi za cilj samo da obori stopu inflacije. Monetarna snega (određujući rastući trend kamatiih stopa) mora dati očekivane rezultate na planu decelaracije stope rasta opšteg nivoa cena, čak i uz relativno visoku cenu recesije. Jer, jedino recesiono prečišćavanje može razbiti rigidnost nadnica nadole i izmeniti funkcionisanje tržišta rada.

Redukcija poreza treba da smanji troškove proizvodnje i da, na taj način, sapne troškovnu inflaciju. I tek onda kada se redukuje inflacija treba smanjiti kamatne stope i stvoriti realne uslove ekonomskom rastu, jer se tek u drugoj fazi pokretačke snage nalaze u stimulama na strani ponude. Indukovani porast nacionalnog dohotka metodom poreske redukcije u drugoj fazi obezbeđuje dodatni priliv fiskalnih prihoda za ekvilibriranje budžeta u narednom periodu (naravno, uz simultanu redukciju javnih rashoda u prethodnom periodu). Fiskalna relaksacija, dakle, reprezentuje okosnicu strategije suplly side ekonomije, odnosno stimulativni dopng rada, štednje i investicija u promovisanju rasta ponude.

1. novac je jednakovredni oblik aktive, a kamata je cena kapitala.
2. ponuda novca je egzogena promenljiva i nezavisna od tražnje novca.
3. tražnja realne količine novca je stabilna funkcija.
4. realni faktori određuju stope rasta realnog nacionalnog dohotka.
5. privredni sektor je inherentno stabilan,
6. cene su perfektno fleksibilne, a argegatni nivo cena menja se samo u kratkom roku.
7. alokacioni faktori su značajni, kao i zbivanja u pojedinačnnm sektorima i mikroekonomski kriterijumn efikasnosti.
8. promene u količini novca u opticaju neposredno utiču na rashode i prihode,
9. nivo proizvodnje i zaposlenosti su mikroekonomski određeni.
10. redukcija kamatiih stopa je u funkciji rasta investicija,
11. prioritet se daje ponudi u odnosu na tražnju.
12. program redukcije poreza i javnih rashoda je u funkciji rasta proizvodnje,
13. inflacija ima prioritet u odnosu na nezaposlenost, samo u kratkom roku,
14. neinflatoran ekonomski rast je dugoročni cilj, i
15. fiksiranje stope razmene i etabliranje zlatne podloge je novi cilj kome treba težiti.

Evidentno je, prema tome, da struktura "strukturalizma" reprezentuje skup monetarističkih i fiskalističkih postavki na koji je nakalemljen novi skup postavki i hipoteza teoretičara ekonomije ponude.

"Moderni" konzervativizam počinje kao rezultat kritike socijalne države "New Deal" Džonsonove "Great Society"i Niksonovog "imperijalnog predsedni-

kovanja" i račva se u dva pravca:[1227] struja novog federalizma koja se bori za veća prava federalnih jedinica i struja "novog voluntarizma" koja se zalaže za veća prava nekaritativnih organizacija uz sve veće distanciranje tzv. nove desnice od neokonzervativizma. Teoretičari konzervativne provenijencije, koji, zadržavajući se na tzv. ponudom usmerenu privrednu filozofiju ("Supply side economics")koja posle 40-godina važeće privredne filozofije moderne intervencionističke države i kejnzijanske ekonomske teorije, zauzimaju sve značajnije mesto u kreiranju ekonomske politike SAD. Suplly - sidersi žele da svojim programima rezanja poreza pomognu one slojeve stanovništva koji važe kao posebno produktivni i čija produktivnost kroz poreske olakšice može još brže da raste.

Od sredine 60-tih godina postkejnzijanska neoklasična sinteza (Samuelson) počinje da gubi na ugledu uporedo sa opadanjem poverenja u stabilizacionu potenciju fiskalne i monetarne intervencije (Tobin) da bi već početkom 70-tih godina došlo do tzv. krize kejnzijanske ekonomije (Hicks). To je isšristila ofanzivna monetaristička doktrina sa svoja dva nova kraka: monetarizam racionalnih očekivanja i strukturalistički monetarizam ili monetarizam "Supply- side economicsa".

Po teoretičarima "ekonomije povećane ponude" valjalo je samo smanjiti socijalna davanja i državno uplitanje u privredu, rasteretiti biznis poreskih nameta i regulativa, pa da se iz stagflacije zaplovi u vode posperiteta. Vlada bi strogom monetarnom politikom suzbijala inflaciju, smanjenjem poreza trebalo bi da ohrabruje poslovni duh, podstiče investicije i povećava proizvodnju, koja bi državnom budžetu donela veće prihode (jer se nižim stopama oporezuje veća masa profita). Međutim, ova postavka teorije "Supply- side economicsa " nije se obistinila, osim suzbijanja inflacije. Kalifornijskoj desnici u Volstritu nije uspelo da smanji astronomski državni unutrašnji dug i eliminiše budžetskn deficit.

U nadmetanju ekonomske tražnje i ekonomske ponude cilj je, u stvari, privredni rast koji je rezultat veće potrošnje, odnosno veće proizvodnje. U okviru modela politike tražnje proces se odvija preko smanjenja poreza iz ličnog dohotka (uz simultano povećanje javnih rashoda) i ostavljanja više novca stanovništvu na raspolaganje, odnosno za kupovinu robe i usluga koje utiču na preduzeća da povećavaju proizvodnju za zadovoljavanje rastuđe tražnje, odnosno da proširuju proizvodne kapacitete. Ekspanzija je evidentna u čitavoj privredi na koju se naslanja rast fiskalnih prihoda i ponovno odvijanje procesa uravnoteženja, doduše uz rizik jačanja inflacije. Međutim, u staflaciji ovaj kejnzijanski model pregrejavanja privrede tražnjom ocenjuje se kao inflatorno žarište i, stoga, prednost se daje ekonomici ponude. U modelu politike ponude proces se odvija preko smanjenja poreskih stopa i stimulativnog privređivanja. Smanjenjem poreza preduzećima se ostavljaju veći profiti na raspolaganju i to za nove investicije, za nove tehnološke poduhvate, za otvaranje novih radnih mesta, za nove proizvodne kapacitete. Sada se više štedi i troši, a rad postaje produktivniji i efikasniji, a nove investicije povećavaju proizvodnju, što u krajnjoj instanci doprinosi smanjenju inflacije.

[1227] Zbornik radova, Konservatiivismus, EINE Gefahr fir die Freiheith? Piperund Co. Verlag Munchen, 1983.

Poboljšati relaciju između inflacije i nezaposlenosti (tradicionalna dilema gradualizma), gravirati recesiju u kadru borbe protiv inflacije (monetaristička dilema) i uspostaviti bilans između agravacije nezaposlenosti i formiranja kapitala (dilema pristalica supply side ekonomije) u okviru alternativnnh stabilizacionih programa enigmatično rasvetljavane operatnvnost teorijskog žongliranja monetarista i fiskalista, tradicionalno initilno konfrontiranje monetarističkih i fiskalističkih koncepcija, nesposobnost skladnog komponovanja konjunkturnih regula u stagflacioniranom okruženju i nemogućnost operacionalizovanja stop go ekonomske, odnosno finansijske strategije.[1228]

Efekti fiskalnog programa na planu ponude trebalo je da proisteknu iz ameliorizacije relativnih cena rada, štednje investicija, koje rezultiraju uz smanjenja poreza.[1229] Oficijelna predviđanja imala su za cilj da ove modifikacije sa reformom reglementacije i redukcije budžetskih rashoda i socijalnih transfera, diferenciranja podsticajima štednje, amelioracijom amandmana za amortizaciju i olakšavanjem investicionih plasmana, promovišu i konstruišu u "glavnn motor" akceleracije ekonomske aktivnosti ponude u realnim okvirima. Međutim, u "pogrešnom odvijanju prakse", fiskalna redukcija je zamenjena povećanjem poreza. a najavljena budžetska ravnoteža vraćena je na kolosek produbljivanja deficita javnog sektora.

Državni deficitn su, iz mnogih razloga u zemljama OECD, ozbiljan ekonomsko-finansijski problem koji se na duži rok ne može zaobići. U pokušaju da se državne finansije konsoliduju pristalice teze o monetarnom istiskivanju preporučuju da se u fazama konjunkturno slabe investicione aktivnosti draetično smanje državni izdaci da bi se time podstakle privatne investicije.[1230] Doduše, recept ne obećava potpuno izvlačenje konjunkture, jer upotreba recepta monetarnog "istiskivanja" preti da se konjunkturni problemi zaoštre i da se time oslabi ospova za kasnije suzbijanje državnih deficita. Primeri za finansiranje državnog deficita (model A: porast državnih izdataka dovodi do povećanja investicija i model B - porast državnih izdataka dovodi do povećanja investicija i investicije) u Nemačkoj, Švedskoj, Kanadi, Japanu, Francuskoj, Italiji, Holandiji, Velikoj Britaniji, Danskoj i SAD u formi međunarodnih upoređenja državnih izdataka po vrstama u odnosu na društveni proizvod, strukture državnih prihoda prema izvorima i sektorima, i strukture socijalnih davanja prema funkcijama[1231] empirijski verifikuju nemogućnost "skraćivanja" fiskalnih deficita u uslovima stagnacije i nezaposlenosti,

---

[1228] M.j. Artis i M.H. Miller,(Ed), Essavs in Monetary and Fiscal Policy, Oxford Universityv Press, New York, 1981., C.F. Crist, Monetary and Fiscal Macroeconomic Model, University of Michigan Press, 1969. I C. Wels, Optimal Fiscal and Monetary Policy, Lund, Gleerup, 1978.

[1229] J.R.Barth, J.T. Bennet, M.H. Johanson i R.H.Sines, The effecty of bonyfinanced fiscal policy, Public Finance Quartely, vol.9, 1980. Str.324-323.

[1230] R.Rohl, Statdefizit, kreditmarket und investition, DIW deutsches Institute , Wirtchafsforchung, Viertejahrshel t,4/81. St. 273-298.

[1231] Die deffentlicheb haushalte im internationalen vergleich, RELALIV NIEGRIGE, Statistiquote in der Bunedes republic, DIV Deutsces Institute fir Wirtshliaftsforscliung- Wochenberichl 3/82. St 41-48.

s jedne strane, i produbljivanje eksploatacionih formi pokrića fiskalnih deficita, (uključujući i inflaciono finansiranje) u uslovima inflacije, s druge strane.

Zaoštrene protivrečnosti savremenog kapitalizma (produbljivanje inflacije i nezaposlenosti, te preplitanje strukturnih i cikličnih kriza) u 70-tim godinama pokazale su neosnovanost kejnzijanske teorije. Kriza kejnzijanstva uvodi alternativu neokejnzijanstvo-monetarizam i eklektičku sintezu reformističkih koncepcija i oštru polarizaciju između vladajućih koncepcija ekonomske politike. Kriza kejnzijanske koncepcije regulisanja i nove tendencije u ekonomskoj politici u uslovima stalno rastućih državnih troškova i prelivanja kanala novčanog opticaja, rastućih budžetskih deericita, rastuće nezaposlenosti i savremene inflacije i nezadovoljavajućih rezultata deflacione politike i politike dohotka, kao dva osnovna metoda antiinflacione politike u 60-im i 70-im godinama, u suštini reflektuju pokušaj neodustajanja od osnovnog kejnzijanskog recepta (usled potrebe stimulacije privredne aktivnosti visokim državnim troškovima) i uvođenja novih monetarističkih recepata (usled potrebe ograničenja inflacije).[1232]

Nova desnica (neokonzervativizam, neoliberalizam) privrženija je supply side ekonomiji s njenim relacionim implikacijama nego čistom monetarizmu s deflacionim konsekvencama.[1233] supply side ekonomika se smatra teorijskom osnovom nove ekonomske politike američkog predsednika Regana i neokonzervativne orijentacije u ekonomskoj teoriji, na aktuelnoj proizvodnji robe i usluga, a ne na njihovim kupovinama. Iz tog razloga, pristalice supply side ekonomike smatraju da fundamentalni problemi potiču od ograničenja, izazvanih uglavnom porezima koji sprečavaju produktivne napore, a ne od problema izazvanih nedostatkom kupovne snage.[1234]

18. FISKALNA I EKOLOŠKA POLITIKA

Ako bismo se striktno držali stroge specifikacije literature u domenu ekologije, onda je potrebno respektovati sve ekološke parametre, koji se uglavnom dele na dve grupe: 1) destabilizatore i 2) stabilizatore ekoravnoteže. U grupu destabilizatora ekvilibrijuma ekocentara obično se svrstavaju: 1) generatori ili inducenti, koji iniciraju ekološku destabilizaciju; 2) akvizatori i transmitori koji je aktiviraju i šire i 3) akceleratore i eskalatore, koji ubrzavaju ritmiku ekoprocesa. U drugu grupu ekodezekvilibrijuma ubrajaju se stabilizatori ili apsorbatori, koji restauriraju ekoravnotežu.

[1232] S. Nikiti, Inflacija narubeži 80-h godov, Voprosu ekonomiki 3/82., st. 115-124.

[1233] Francuska škola liberalizma, za razliku od američke, usmerenaje pre svega protiv dirižizma i socijalizma. „Novi ekonomisti" nastoje da označe granicu efikasne državne intervencije bez hvaljenja „minimalne države" poput američkih liberala A. Forcans, Pour un nouveau liberalisme, Albin michel, Paris, 1983.

[1234] J.Campen, Ekonomska kriza i konzervativna ekonomska politika. Marksizam u svetu 6-7/83. sgr 299-331.

No, da bismo eliminisali strogo naučni akademizam iz tzv. naučnih disciplina - ekološka kibernetika i teorija ekoloških sistema, mi smo se opredelili za tzv. "blažu" verziju uzročno posledičnih ekoloških odnosa, tj. za onu tipologiju ekoproblema koja preovladava u ekonomskoj literaturi.

Generatori i transmitori ekološke neravnoteže u ekonomskoj literaturi uglavnom se dekomponuju na demografske, ekonomske, tehničkotehnološke i prostorne faktore. Demografski generatori efektiraju se posredstvom porasta broja stanovnika, gustine naseljenosti i tradicionalnih i etničkih nasleđa. Tehnički generatori rezultat su tehničke eskalacije i tehnološke eksplozije u proizvodnoj sferi reprodukcije. Ekonomski inducenti ostvaruju se posredstvom neadekvatne politike eksploatacije prirodnog i društvenog bogatstva, neadekvatne tipologije realokacije privrednih resursa, neadekvatnih ulaganja u društvenu zaštitu sredine (u tzv. restauratore okruženja) i nepostojanja odbramenih mehanizama (tzv. apsorbatori zagađenosti) u repertoaru mera i instrumenata ekonomske politike. Prostorni generatori rezultat su koncentracije industrije i stanovništva na određenim punktovima, nemogućnosti prealokacije "industrijskih gnezda" i prekoračenja prirodne apsorpcione sposobnosti "samoprečišćavanja sredine".

Istaknuti generatori i transformatori induciraju i šire zagađivanje čovekove okoline. Međutim, sa istim karakternstikama (demografskim, tehničkim, ekonomskim i prostornim) javljaju se apsorbatori zagađenosti i stabilizatori ekoravnoteže. Apsorbatori i stabilizatori mogu biti ekonomske, tehničke, pravne i finansijske prirode. Ekonomskim sredstvima direktno se deluje u funkciji rehabilitacije sredine: programirano iskorišćavanje prirodnog potencijala. Pravnim sredstvima regulišu se normativi ponašanja ekonomskih subjekata u okruženju. Tehničkim sredstvima se otkriva i meri intenzitet degradacije okoline i konstruišu zaštitno-preventivni uređaji. Finansijskim sredstvima se identifikuju (individualno i društveno) ekonomski subjekti ili sredstva u funkciji restauracije ravnoteže ekocentara.

Ekonomska računica u ekološkom kontekstu svodi se uglavnom na minimiziranje društvenih izdataka, koji impliciraju troškove preduzimanja zaštitno-preventnvnih akcija i društvene gubitke, usled narušene ekološke ravnoteže u reprodukciji. Iako su svi efekti ekološkog dezekvilibrijuma prirode i čoveka nemerljivi, s društvene tačke gledišta neophodno je komparirati nastale društvene gubitke usled ugroženosti okoline i društvene troškove zaštite sredine. U zavisnosti od ekonomskog kapaciteta nacionalne privrede i dopustivog nivoa ekoloških promena i narušavanja sredine, moguća su supstituciona rešenja. Ekonomsko-finansijski instrument u oblasti zaštite sredine predstavlja sistem društvenog plaćanja naknade za njeno narušavanje. Uvođenje fiskalnih obaveza povlači za sobom ekonomske posledice: 1) predstavlja elemenat privrednog obračuna između preduzeća i DPZ; 2) uvećava troškove proizvodnje i utiče na izbor tehnologije proizvodnog procesa; 3) stvara izvor akumulacije sredstava za investicije u tom segmentu u vidu odgovarajućih namenekih fondova mimo demokratskih odluka o

rezultatima rada (otuđenja); 4) proširuje polje administrativne integracije u reprodukciji i 5) nediferencirano en block pogađa ekonomske subjekte.

Institucionalizacija fiskalnog opterećenja u funkciji je formiranja investicionog potencijala za alimentiranje ekoloških potreba. Redistribucija fiskalnih tereta posredstvom diferencijalnog oporezivanja podrazumeva različito ustrojstvo fiskalne presije dohodaka pojedinih grana, grupacija, regiona, preduzeća i pojedinaca, shodno „doprinosu"“ ekološkoj neravnoteži. Pored toga, u praksi egzistira i model samofinansiranja ekoloških potreba investicionog karaktera. Međutim, najčešće u ekonomskoj politici ovi modeli se međusobno kombinuju, kako bi se obezbedio adekvatni investicioni potencijal za proizvodne i ekološke potrebe reprodukcije. Investicioni poduhvati u konstelaciji društveno-ekonomskih implikacija korišćenja mineralnog bogatstva i zaštite čovekove okoline podrazumevaju društvena opredeljenja u strategiji investicionog alimentiranja privrednog razvoja. Mobilizacija finansijskih resursa posredstvom uvećanja akumulacionog potencijala preduzeća (shodno tempu rasta društvenog proizvoda) i njihovog programiranog udruživanja na nivou složenih organizacija, s jedne strane, i stimulisanja akumulacije posredstvom monetarno-kreditnih i fiskalnih mera i instrumenata, s druge strane, strateško je opredeljenje samoupravnog društva u formiranju finansijskog potencijala za društveno verifikovane investicione programe, koji impliciraju: 1) investicije u nove kapacitete, rekonstrukciju i modernizaciju kapaciteta. tehničko-tehnološku inovaciju, investicije istraživanja rudnog i mineralnog bogatstva, kompenzaciju ili supstituciju redukovanog mineralnog potencijala i oplemenjivanja rezidijuma prirodnih resursa; 2) investicije u recikliranje i gradnju antipolutanskih ekstenzija proizvodnih procesa; 3) investicije za ogmantaciju asimilacionog kapaciteta proizvodno-potrošnog okruženja i 4) investicije za melioraciju kvaliteta životnog i radnog prostora čoveka.

Prva tačka je tipičan primer samofinansiranja preduzeća na bazi poslovnih fondova i kreditnih plasmana poslovnih banaka. Druga, treća i četvrta tačka reprezentuju ili “klasično budžetsko” finansiranje ili njegovu kombinaciju sa dopunskim investicionim programima preduzeća, grana i grupacija.

Ekološka problematika, obuhvatajući celokupnost ljudske, društvene, socijalne i proizvodno-biološke egzistencije u njihovim međupovezanostima, rezultat je permanentnog privrednog rasta, tehnološke eksalacije, tehničkih devastacija, iscrpljenosti resursa, demografske eksplozije i urbanizacije, potrošačkog društva i neadevatnosti mehanizama privrednog sistema u upravljanju ekonomskim razvojem.[1235] U kapitalističkim društveno-ekonomskim sistemima ekološka kriza je manifestacija protivrečnosti između proizvodnih snaga i društveno-ekonomskih uslova proizvodnje i, stoga, poprima klasni karakter. U suštini, kapitalista se prema prirodi, okolini i zdravlju čoveka-radnika odnosi indiferentno sve dok se oplodnja njegovog kapitala ne dovede u pitanje. Građanska ekonomija limitira ka-

[1235] Klasifikacija polutanata prema efektima obično se prikazuje u formi tzv. drveta zagađivanja — „pollution tree" (T). (D. Pearce. The Limits of Cost Benefit Analysis, Kyklos 29/76).

pitalistički način proizvodnje zamagljivanjem problema okoline i prenebregavanjem činjenice pogoršanja društvenih uslova proizvodnje i reprodukcije. Buržoaske teorije rasta ukazuju na imperativni rast društvenog proizvoda i industrijske proizvodnje zanemarujući uslove rasta i otkrivajući funkciju ekološke politike. Ekološka kriza, kao odraz protivurečnosti kapitalističkog načina proizvodnje između privatnog načina prisvajanja profita i društvenog karaktera proizvodnje viška vrednosti, fundamentalno je klasno pitanje reprodukcije, koje implicira koncipiranje ekološke politike, brojne ekonomske zahteve i finansijske izdatke za eliminisanje posledica degradacije ekoravnoteže. Umesto da se fundamentalna kontradikcija između porasta proizvodnje i kvaliteta života rešava eliminisanjem protivurečnosti između individiualnog profita i kolektivnog interesa,[1236] u kapitalističkim okvirima reprodukcije iznose se različiti predlozi za rešavanje ekološke krize. Novi predlozi plediraju na (1) zaustavljanje ekonomskog i tehnološkog rasta (tzv. nulti rast), (2) preduzimanje ekonomskih i finansijskih mera (radi otklanjanja posledpca ekološke krize i (3) promene društveno-ekonomskog uređenja koje ne redukuju protivurečnosti između proizvodnih snaga i produkcionih odnosa. Prva teza borbe protiv ekološke degradacije okoline reflektuje buđenje neutralističke teze koja osporava ekonomsku nužnost razvoja materijalnih proizvodnih snaga; druga teza pledira na upotrebu monetarno-kreditnog i fiskalnog (poresko-budžetskog) instrumentarnja u procesu suzbijanja eliminisanja posledica ekološka krize; treća teza ističe potrebu "revolucionisanja društveno-ekonomskih kvaliteta"kapitalističkog sistema bez izmene produkcionih odnosa. Prenebregava se, pri tome, činjenica da se borba protiv zagađenja čovekove okoline ne može uspešno vodtii u kapitalističkm uslovima proizvodnje i prisvajanja viška vrednosti niti povratkom naturalnom privrednom razvoju osim do fundamentalne izmene načina rešavanja kontraprodukcije između kvantitativnog i kvalitativnog rasta. Plansko usmeravanje privrednog razvoja, racionalno upravljanje iskorišćenja prirodnog bogatstva i izgradnja odnosa integrisani humanim vrednostima društva ključne su pretpostavke za kreiranje efikasnog odbrambenog mehanizma u funkciji zaštite čovekove radne i životne sredine od ekološke krize.

Problematika očuvanja i zaštite čovekove okoline ima opšte-društveni karakter. Čovekova sredina, dakle, poprimila je karakter javnog dobra. Kao takva, zaštita ekoravnoteže je ciljna funkcija čitave društvene zajednice, kao proizvođača, sektora stanovništva. kao potrošača, javnog sektora, budžeta i javnih fondova, koji izdvajaju finansijska sredstva. Sektor privrednih preduzeća izdvaja deo raspoloživog dohotka za alimentiranje investicionih troškova zaštite čovekove okoline. Troškovi gradnje antipolutantskih ekstenzija proizvodnih procesa već se kreću po stopi od 5% od vrednosti ukupnih investicija.[1237] Drugi nak sektori imaju izglede da postanu najdinamičniji sektor kapitalističke privrede i Jedan od najpropulzivnih sektora, u sticanju profitne mase. Atraktivizacija sektora sa as-

[1236] M. Duverger, Fundamsntalna kontradikcija, Gledišta 3/73.
[1237] J.F. Ceron, A qui profit l antipollution, Les tems Moderns,316/72.

pekta privlačenja kapitala i njegove oplodnje u pravo je posledica potrebe značajnije proizvodnje tehničkih sredstava i tehnoloških rešenja za zaštitu čovekove okoline. Proizvodnjom i prodajom sredstava tehničkog karaktera radi očuvanja čovekove okoline pozitivno se utiče na potrošnju u pravcu odgovarajućeg kanalisanja potrošačkih sklonosti. Proizvoćači (preduzeća) i potrošači (građani) postaju na taj način pouzdani partneri u zaštiti čovekovog miljea.[1238] Konačno, javna vlast preko javnog sektora, budžeta i javnih fondova doprinosi zaštiti ljudskog okruženja relativno značajnijim finansijskim izdvajanjima. Država preko svoje normativne delatnosti utiče na odluke o lokaciji preduzeća onemogućavajući lokaciju preduzeća koja zagaćuju vazduh u gradovima i blizini rekreacionih centara i lokaciju preduzeća koja ispuštaju zagađenu i toplu vodu pored reka koje ne trpe prekomerni stepen zagađenosti.[1239]

Država, isto tako, može propisati obavezno ugrađivanje filtera i kolektora radi otklanjanja štetnih sastojaka u vazduha i otpadnoj vodi. Država, nadalje, može iz javne blagajne davati subvencije za upotrebu onih proizvodnih faktora i proizvodnju onih proizvoda koji su neutralni za okruženje. Konačno, država može "teško" opteretiti dohodak ovih preduzeća koja upotrebljavaju "opasne" proizvodne faktore po čovekovu okolinu, i zabraniti proizvodnju onih proizvoda koji su otrovni za okruženje. Prema tome. mere direktne kontrole i propisani standardi reprezentante su exante delovanja na zaštitu čovekove sredine.

Alimentiranje ekoloških potreba implicira novčana izdvajanja u vidu uvođenja "prava na zagađivanje", zavođenja premija i uvođenja taksa na zagađivanje. S druge strane, internizacija eksternalnja podrazumeva pretvaranje eksternih efekata u interne njihovim uključivanjem u cene i različite oblike novčanih izdataka (kako bi prirodna dobra dobila svoju pravu cenu). No, cena eksternih efekata (koju je u ekonomsku analizu uveo Marshall navodeći poetični primer sa proizvođačem cveća i uzgajivačem pčela) produkuje porast cena robe, koje proizvode subjekti-izazivači eksterne disekonomije, i opadanja tražnje njihove robe. U tom kontekstu, troškove internizacije snose uglavnom potrošači. Doduše, internizacije omogućava da se izbegne rast javnih izdataka, jer se teret prebacuje putem cena na potrošače.[1240]

Zaštita čovekove okoline podrazumeva angažovanje određenog volumena finansijskih sredstava, koji je destiniran: 1) eliminnsanju posledica dostignutog nivoa degradacije čovekove okoline; 2) restauraciji ekoravnoteže; 3) ameliorisanju kvaliteta ljudskog miljea; 4) minimiziranju potencijala kauzalnih degradotra okoline i 5) istraživanju potencijalnih aktivizatora, inicijatora i akceleratora futuroloških uzročnih faktora zagađivanja čovekove sredine.[1241]

[1238] Pored toga, i sektor privrednih preduzeća i sektor stanovništva su potencjalni fiskalni obveznici po osnovu namenskog poreza za zaštitu čovekove okoline.

[1239] Dr N. Gaćeša, Državne mere za zaštitu sredine sa gledišta ekonomskih preduzeća. Ekonomika udruženog rada 9/74.

[1240] J. Altali i M. Guillaume, Anti-ekonomika. Institut društvenih nauka, Beograd, 1975. st.

[1241] U pravilu, ateracije okoline alterogenim supstancama vodi amelioraciji okoline (S.Andrijašević.

Formiranje finansijskog potencijala za alimentiranje ekoloških potreba iskristalisala je uglavnom tri praktična rešenja mobilizatorskih kanala: 1) društvo u celini može se opredeliti za metod inkorporisanje troškova, odnosno rashoda očuvanja čovekove sredine u cenu robe i usluga i da na taj način svaki ekonomski subjekt i individua participiraju u obezbeđenju finansijskih resursa; 2) društvo se može opredeliti za opciju finansiranja društvenih troškova zaštite okoline metodom redukcije raspoloživih dohodaka nosilaca ekonomske aktivnosti i 3) društvo se može opredeliti za metod budžetskog i fondovskog finansiranja ekoloških potreba reprodukcije.

Od ova tri metoda, uz njihovu moguću kombinaciju, modifikaciju i dopunu, prva dva metoda nisu prihvatljiva. Prvi metod nije prihvatljiv iz razloga što bi inkorporisanje troškova zaštite u prodajnu cenu robe i usluga izazvalo dalji porast cena sa dobro poznatim inflacionističkim reperkusijama na ekonomskom, finansijskom i socijalnom domenu. Drugi metod, isto tako, nije prihvatljiv i to iz razlog ašto bi u uslovima visokog rasta cene energije, sirovina, reprodukcionog materijala i hrane i visokog fiskalnog opterećenja dohotka organizacija udruženog rada i građana, svaki novi dinar, dolar, franak, reprezentovao dodatnu redukciju raspoloživih dohodaka, stepena likvidnosti, finanijskog kapaciteta, kupovne moći, nivoa samofinansiranja i stope rasta. Ostaje nam, dakle, treći model mobilizacije finansijskih sredstava zaštite okruženja. U tom kontekstu, obično su budžetske i fondovske instntucije pogodni mehanizmi defanzivne strategije.

Fiskaliteti bi, u tom slučaju, predstavljali specifičnu cenu koju treba platiti za degradaciju ekosistema, kako bi se internacionalizoval neplaćeni društveni troškovi proizvodnje. Budžetske subvencije su nadopuna preventivnog mehanizma redukovanja stepena zagađenosti okoline. Diferencijalno ili diskriminatorsko oporezivanje i budžetske supsidije i refakcije u funciji očuvanja čovekove sredine, uz selektnvni mehanizam monetarno-kreditne politike, sastavne su komponente socijalističke, humane brige životnog i radnog prostora čoveka. U politici restauracije ekvilibrijuma ekoncentora (ravnoteže ekosistema) strateško mesto zauzimaju investncije. i to: (1) investicije u recikliranje, koje omogućavaju da se pojedinn proizvodi i nusproizvodi ponovo iskoriste, (2) investicije za povećanje asimilacionog kapaciteta proizvodno-potrošnog okruženja i (3) investicije za povećanje ponude usluga čija potrošnja nema za rezultat zagađenje ljudskog miljea. U celini, finansijski potencijal za ulaganje u ekološku sferu reprodukcije formira se na fiskalnoj, kreditnoj i samofinansirajućoj osnovi. Porezi su postali značajan instrument za realizaciju ekociljeva reprodukcije, specifična cena zagađivanja okoline i supstitut standarda, normativa i direktne kontrole degradacije okruženja.[1242] U nametanju poreske obaveze valja identifikovati degradatore ekosistema, proiaći adekvatan izbor fiskalnih obveznika i optimizirati fiskalnu garanciju. Između samih poreskih obveznika treba praviti razliku u smislu identifikacije

---

Uzroci i oblici zagađivanja glavnih elemenata prirodne okoline. Ekonomist1/7N st. 123-142.).

[1242] Dr Z. Jakšić, Čovekova sredina i ekonomski mehanizam. Beograd. 7-14/73..

fiskalnog obveznika koji trpi posledice zagaćene sredine, a nije degradator okruženja, i fiskalnog obveznika koji je inicijator ekodegradacije i koji oseća posledice ekokrize. Prvi treba da plati daleko veći iznos poreza od drugog obveznika da bi se internalizovali nenaplaćeni društveni troškovi proizvodnje. Fiskalne penalitete, dakle, treba da snose degradatori okruženja (iako i sami snose posledice zagađenosti), dok ostali subjekti (iako nisu degradatori sredine) treba da plaćaju poreze po nižim stopama iz solidarne pobude. No, platiocima poreza jedan deo sredstava vraća se kroz subvencije iz budžeta, koje se daju preduzećima za ugrađivanje tehničkih uređaja. Budžetske subvencije poprimile su, stoga, preventivni karakter[1243] i ulogu efikasnog instrumenta ekonomske politike u procesu redukovanja stepena zagaćenosti okoline. No, i porezi i subvencije, kao instrument ekološke politike, po pravilu deluje ex postu otkpanjanju posledica tehničko-tehnoloških inovacija, savremene urbanizacije i ekološke krize uopšte. Pored toga, porezi i subvencije treba da imaju određenu garanciju, jer svaki njihov neopravdani rast po pravilu ima za rezultat porast fiskalnog opterećenja, neravnomernu distribuciju fiskalnih obaveza i granske fiskalne disparitete, s jedne strane, i volumenizaciju preraspodele javnih rashoda i umanjivanje sredstava za transfere sa ekonomskim i socijalnim transferima, s druge strane. A ukoliko celokupni trošak očuvanja čovekove okoline padne na teret javnog sektora, država može da bira između tri mogućnosti: ili da poveća poreze (globalno ili selektivno) ili da smanji javne rashode za ostale namene ili da zapadne u deficitno finansiranje. En block povećanje poreza nije ekonomski prihvatljivo rešenje. Država može da poveća poreze samo onim subjektima koji su osnovni uzročnici ekokrize, ali i da smanji. u isto vreme, poreze onim preduzećima koji nisu izazivači ekokrize i da anulira poreze onim subjektima koji su "čuvari" okruženja. Ukoliko država smanji javne rashode za ostale namene ili zapadne u budžetske deficite usled povećanja troškova očuvanja ekoravnoteže onda se postavlja problem selekcionisnja unutar strukture javnih potreba, odnosno javnih rashoda (tj. koje rashode kresati: funkcionalne, investicione ili transferne) i problem pokrića budžetskog deficita (tj. koje resurse upotrebiti za njegovo alimentiranje: javni dug ili primarnu emisiju). Alternativne solucije, međutim, razrešavaju se obično (1) primenom diferencijalno-selektivnog oporezivanja degradatora i čuvara okruženja, (2) upotrebom selektivnog filtera budžetskih subvencija sa pravom prvenstva onih preduzeća koja kupuju tehničku opremu (filtere i kolektore), (3) propisivanje obaveznih investicija za ugraćivanje zaštitnih mehanizama, (4) omogućavanje ubrzanih otpisa tehničkih sredstava, (5) propisivanjem alokacije preduzeća, standarda proizvodnje, transporta i prođe robe, (6) smanjivanjem funkcionalnih budžetskih rashoda, (7) povećanjem javnih rashoda (po osnovu subvencija i javnih investicija), oporezivanjem građana,[1244] kao potrošača, itd.

[1243] Dr Z. Jakšić. Ekonomske i finansijske implikacije zaštite čovekove okoline. Enciklopedija moderna, 26/74.
[1244] U Nemačkoj, npr. u 1975. god., svaki građanin na ime zaštite čovekove okoline imao je da plati porez u iznosu od 100 DM godišnje.

Selektivni mehanizam monetarno-kreditnog sistema usmeren je u pravcu davanja specijalnih kredita uz specijalne uslove (sa aspekta iznosa, namena, kamata i uslova povraćaja) za investicione poduhvate koji redukuju zagađenost okruženja. Selektivno usmeravanje kreditnih aranžmana u sektor zaštite čovekovog okruženja, bankarski sistem brojnih zemalja kanališe preko privrednih preduzeća, institucija, agencija, društava i organizacija za zaštitu čovekove okoline. Najzad, preko instituta obaveznog osiguranja korisnici imaju pravo zaštite, tj. naknade štete. Uplatom određenog iznosa na ime premije osiguranja stiču pravo na zaštitu od degradatora čovekove okoline (radnog i životnog prostora) u visini učinjene (nanete) štete.

Finansijski programi zaštite čovekove okoline, implicirajući različite modele alimentiranja troškova očuvanja ljudske sredine, različito se reflektuju na sadašnju ekonomsku i finansijsku situaciju svake privrede, Valja, stoga, izabrati adekvatan model finansiranja ekozaštite. Međutim, relativno visoki troškovi alimentiranja ekoloških potreba (koji su u periodu 1971-75. god. dostigli 1,8% društvenog proizvoda u Nemačkoj, 0,4% u Italiji, 2,2% u Japanu, 1-1.5% u Holandiji i 0,7 u Švedskoj) produkovali su porast sredstava preduzeća, budžetskih subvencija, poreza i specijalnih kreditnih olakšica u sklopu ekonomskog intervencionizma države. Sveukupna aktivnost države u domanu zaštite čovekove okoline već ima za posledicu porast proizvodnih troškova i investicionih porudžbina (SAD, npr., od 5-10%, odnosno od 7-12%).

Kako obebediti realizaciju finansijskog programa degradacije čovekove sredine, kojim finansijskim instrumentima i kako dugoročno obezbediti finansiranje ekološke problematike u tržišnojj reprodukciji, pitanja su od prvorazrednog značaja koja traže urgentna rešenja. Monetarno-kreditni mehanizam može da potomogne napora zaštitne politike ljudskog miljea davanjem dopunskih finansijskih sredstava, specijalnim kreditnim aranžmana i kreditnim olakšicama. Fiskalnim mehanizmom poreskog i budžetskog sistema može se obezbediti mobilizacija finansijskih sredstava i pokriće troškova alimentiranja ekoloških potreba. Pored globalnog fiskalnog zahvatanja dohotka i ličnih dohodaka doprinosima iz dohotka preduzeća i ličnih dohodaka radnika, radnih ljudi i građana, diskriminatorskim i selektivnim zahvatanjem doprinosilo bi se pravednijem odmeravanju fiskalnog tereta (povećanje stope doprinosa za degradatore okoline, olakšice za "čuvare" okoline i oslobođenja za proizvođače koji imaju povećane investicione troškove i po osnovu njih ugrađuju tehnička sredstva). Isto tako, udružena sredstva preduzeća i namenska izdvajanja građana treba da imaju status odbitne stavke pri utvrđivanju poreza i doprinosa. U stvari, udruživanje sredstava i dopunsko i namensko izdvajanje sredstava iz čistog dohotka preduzeća treba da sledi korelativna redukcija doprinosa iz dohotka. Uvođenje bloka troškova preduzeća po osnovu fonda za zaštitu čovekove radne i životne sredine ne treba da znači eskalaciju fiskalnog opterećenja, budući da ovu obavezu valja nametati uz obaveznu korelativnu redukciju poreza iz dohotka; dakle, uz odgovarajuće sračunatu preraspodelu

fiskalnog tereta. Dopunska finansijska sredstva obezbeđivala bi se internim i eksternim zaduživanjem, odnosno javnim dugovima i, eventualno, obaveznim udruživanjem sredstava (poput obaveznog zajma). Mehanizmima finansijskih prelivanja (opštim i nemenskim dopunskim sredstvima) mogu se osigurati sredstva za početne zaštitne operacije okoline. Udruživanjem finansijskih viškova fiskalne društvenih kolektiviteta i fondova mogu se obezbediti dodatna sredstva bez iniciranja rasta fiskalne presije. Društvenih kolektiviteta u okviru stavke "nepriredne investicije"' mogu namenski izdvajati sredstva u okviru srednjoročnih planova ekonomskog i socijalnog razvoja. Konačno, samodoprinosima građana, kao izraz solidarnog finansiranja ekoloških potreba, mogu se osigurati sredstva za zaštitu čovekove okoline. Sveukupna izdvajanja po navedenih izvorima sredstava za restauraciju ekoravnoteže, rehabilitaciju degradiranih ekocentara i revitalizaciju devastirane okoline treba da iznose u početnom stadijumu 0,5% od društvenog proizvoda, računajući celokupna fiskalna i parafiskalna plaćanja, namenska i dopunska izdvajanja, autonomna (samostalna) izdvajanja preduzeća i građana, udružena sredstva, javne dugove, samodoprinose, kreditna sredstva i izdvajanja po osnovu društvenih dogovora i samoupravnih sporazuma.

19. POREZ NA DODATU VREDNOST

Sadašnji sistem oporezivanja potrošnje (rashoda; prometa) u nas (Srbija) koncipiran je još davne 1991. godine sa tri zakona, jedanaest izmena i dopuna zakona, sedam podzakonskih akata sa zakonskom snagom i devet uredbi "bez snage zakona" (koje blaže uređuju zakonske odredbe). U osnovi, zadržan je jednofazni porez u krajnjoj (finalnoj) potrošnji koji funkcioniše u nas gotovo 25. godina, sa ciljem da već od 1995, odnosno od 1999. godine otpočne sa primenom poreza na dodatu vrednost (PDV). Reformska fiskalna 1991. godine "donela" nam je akcize, kao poseban oblik poreza na određen broj tzv. monopolskih proizvoda, u strukturi poreza na promet, s jedne strane, i "zamenu" dotadašnjeg tarifnog sistema sa više "desetina" poreskih stopa (čak 70%) sa samo dve poreske stope; opšta stopa od 23% (što sa posebnom taksom za Beograd od 37% daje opterećenje od 26%) i niža stopa od 13 % (što sa posebnom taksom za Beograd od 3 7%o iznosi 16%). Time je "prilepljen" dodatni porez za železnicu od 37%, koji je "povukao" i posebnu taksu na duvanske prerađevine i alkoholna pića. Akcize se uvode tokom 1994. godine kao specifični oblik poreza u potrošnji za određeni broj akciznih proizvoda (tzv.mini TVA/VAT) po principu plaćanja akciza ad valorem.

U nas se, po pravilu, ističe tvrdi da porez na dodatu vredost ima značajnije prednosti u odnosu na porez u, maloprodaji; izdašniji je kao budžetski prihod, efikasniji je u suprotstavljanju poreskoj evaziji i sposobniji je u procesu oslobađanja roba od poreza pri izvozu. Zaeniva se na mehanizmu poreskog kredita, jer

svako mora da obračuna porez na iznos isporuke i odbije porez koji je plaćen pri nabavci (na osnovu "fakture kojom se dokumentuje obračunati porez). To je, nadalje, "porez koji sam sebe kontroliše", jer kupac insistira na fakturi koju docnije koristi u obračunu poreza da bi odbio prethodno plaćeni porez.

Porez na dodatu vrednost je poput poreza na dobit korporacija (pa i porez na dohodak fizičkih lica), federalni prihod koji se "deli" na federalne jedinice (na osnovu zakonski utvrđenih proporcija) "odozgopadole" ili se pak dozvoljava da federalna jedinica ubira taj porez i uplaćuje savezu (centru) deo prihoda u proporciji (70; 30%, 65:35% ili 60:40%). Slično se radi i u EU kojoj pripada 1,4% prihoda od naplaćenog poreza na dodatu vrednost po zemljama - članicama; ostatak prihoda pripada nacionalnim budžetima zemalja - članica EU Doduše, takav "odnos" omogućava tzv. američki i nemački "kooperativni federalizam", kao i "nadnacionalni" evropski - federalizam sa "kolektivnim" fiskalnim suverenitetom.

Kod poreza na dodatu vrednost, koji je uveden u svefazama prometnog ciklusa po tzv. EZskom modelu poresa na dodatu vrednost potrošnog tipa na principu odredišta i poreskog odbitka pri utvrđivanju poreske obaveze), poreska obaveza se umanjuje za iznos obračunatog poreza i plaćenog poreza pri nabavci opreme i nekretnina u obračunskom periodu. Oporezivanje robe i usluga vrši se po principu destinacije (odredišta), odnosno po mestu potrošnje. Uvoz ima isti tretman kao i domaći proizvodi, dok je izvoz u potpunosti oslobođen plaćanja poreza. Porcz se plaća tj svim fazama prometa po metodu odbitka "poreza na porez", odnosno prema metodu poreskog odbitka ili prema fakturnoj metodi. Poreski obveznik umanjuje svoju poresku obavezu (po osnovu obavljenog prometa roba i usluga) za iznos plaćenog poreza pri nabavci proizvoda ili pri uvozu roba. Porez se, po pravilu, plaća na sve isporuke svih vrsta dobara (proizvodi, roba; nekretnina, oprema), i na sve obavljene usluge uz naknadu, na sve isporuke svih roba (proizvoda) za ličnu potrošnju, na sve isporuke roba i usluga bez naknade, na svaki uvoz proizvoda, na prenos imovinskih prava, na korišćenje pokretnih i nepokretnih stvari, patenata i proialazaka, na usluge zaloga, na isporuku električne energaje", gasa, grejanja, hlađenja, na prodaju preduzeća, na unos dobara jednog društva u drugo društvo, na ispo ruke dobara u postupku likvidacije i stečaja, itd. U pravilu, porez se plaća na zakup stambenih prostorija za trajno stanovanje, na usluge banaka, štedionica, osiguranja, na medicinske, stomatološke i fizioterapeutske usluge i usluge lečenja zdravstvenih ustanova, ustanova za decu i omladinu, na usluge đačkog i studentskog standarda,verskih zajednica i javnih ustanova u oblasti kulture, na promet obveznica u preduzećima itd.

Svaki poreski obveznik poreza na dodatu vrednost mora da vodi mnnogobrojne "poreske evidencije, a u prvom redu knjigovodstvo o ukupnoj vrednosti isporuka proizvoda i usluga, vrednostima isporuka proizvoda i usluga krajnjim korisnicima, vrednostima isporuke proizvoda i usluga koji su oslobođeni plaćanja poreza, obračunatom porezu prema izdatim fakturama, ukupnoj vrednosti primljenih proizvoda i usluga sa i bez poreza, iznosu poreske obaveze za uplatu i uplaće-

nom iznosu, iznosu poreskog odbitka, iznosu povraćaja poreza, i vrednostima isporuka proizvoda i usluga na koje se plaća porez na dodatu vrednost registrovanim poreskim obveznicima.

Uvođenje poreza na dodatu vrednost po pravilu implicira pravljenje rigoroznih prethodnih analiza o etektima primene poreza na cene, na redistribuciju poreskog opterećenja, na plaćanje poreza prema ekonomskoj snazi i na socijalne implikaclje sa stanovišta domaćinstva sa nižim dohocima. Izuzetao je važno prcdvideti, uticaj poreskih stopa poreza na dodatu vrednost (ito naročito kada je u pitanju samo jedna stopa-standardna ili opšta) na promet hrane, lekova, električne energije grejanja, vode, usluga javnog prevoza, ortopedskih pomagala, potrebnih usluga, PTT usluga, knjiga, novina i časopisa, pa i na promet nepokretaosti i nabavki opreme od strane bolnica klinika, škola, fakulteta, naučnih, obrazovnih, kulturnih, socijalnih i zdravstvenih ustanova. Porez na dodatu vrednost predstavlja prostu zamenu poreza na promet, što je u tranzicionim ekonomijama samo po sebi nepotrebno. Doduše potrebno je utoliko je to uslovljeno zahtevom za prijem u EU ili samo zato što gotovo sve evropske zemlje imaju porez na dodatu vrednost. Imitacijaje oduvek imala trajnih negativnih posledica, pogotovu u malim zemljama u kojima porez na dodatu vrednost nema velikog značaja. Ove zemlje su unapred suočene sa neumitnom činjenicom da ne mogu da brzo i efikasno izgrade višefazne proizvodne i prodajne strukture. Uostalom, podići poresku stopu, smanjiti, broj proizvoda koji se oporezuju po nižoj poreskoj stopi (poreza na promet) i ukinuti potpuno oslobođenje određenih proizvoda od poreza, i nije neka poreska reforma koja otklanja fiskalne muke.

Porez na promet i porez na dodatu vrednost su veoma slični, porezi - tzv. poreski blizanci. Ista poreska osnovica i ista poreska stopa daju isti poreski randman kod oba poreza. Tu čak i različiti načini prikupljanja poreza daju istu količinu poreskih prihoda. Porez, u oba slučaja, plaća potrošač, bez obzira što se porez na promet obračunava samo u prometu sa krajnim kupcima (finalna potrošnja) ili što se porez na dodatu vrednost obračunava u svakoj proizvodno – prodajnoj fazi sa dodatkom "neke nove vrednosti". Zato i količina prikupljenih prihoda ostaje uvek jednaka. Jedina prednost poreza na dodatu vrednost krije se u samom njegovom imenu, koje "vešto" prikriva neminovno nastajanje inflacije. A taj porast cena na malo gotovo svuda iznosi od 5% do 20% zbog supstitucije poreza na promet porezom na dodatu vrednost. Ostali merljivi i nemerljivi negativni efekti osećaju se sa time-lagsom od 6-18 meseci nakon uvođenja poreza na dodatu vrednost.

U privredama u tranziciji, koji su slepo prihvatile porez na dodatu vrednost, kao okosnicu moderne fiskalne reforme došlo je do povećanja maloprodajnih cena, do ekonomskog zaduživanja privrede, do pada kupovne moći, do rasta troškova, do smanjenja prodaje (koja ne može da pokrije troškove), do rasta troškova života i do dvostrukog povećanja dohotka države. Do toga je došlo zbog toga što je suženo oslobođenje od poreza, što je redukovano nulto poresko

opterećenje, prehrambenih proizvoda, što je broj proizvoda sa tzv. poreskim beneficijama znatno sužen, što je tzv. niža poreska stopa (kod porezana promet) povećana (kod poreza na dodatu vrednost). Sa protokom vremena (preti opasnost da će niža poreska stopa gotovo nestati i da će nulta poreska stopa vrlo brzo iščeznuti. Porez se neće plaćati samo na proizvode koji su namenjeni izvozu, a plaćanje poreza će se pomerati iz jedne u drugu fazu. Stara je istina da država, koja zahvata previše od vrednosti nacionalne proizvodnje, može da dovede do sloma privrede u kojoj će smanjenje proizvodnje neminovno redukovati poresku osnovicu u koju se "ugrađuje" visoka poreska stopa. Zato je cena poreske reforme veoma visoka. Jedino efikasna poreska kontrola može da rigoroznije "uteruje" poreske dugove i da redukuje izbegavanje plaćanja poreza s nadom da će i preduzeća lakše i brze naplaćivati svoja potraživanja poput države koja jedino brine za naplatu svojih dohodaka (kao da je to krajnji cilj poreske reforme). U krajnjoj instanci, porez na dodatu vrednost se odnosi na oporezivanje rada u određenoj - fazi proizvodnje "koji se krije u strukturi prometnog ciklusa".

Radi se o u suštini, o porezu, koji se "dodate", kao što mu i samo ima kaže - porez na dodatu vrednost, koji kamuflira preraspodelu poreskog tereta sa profita na ličnu potrošnju i životni standard građana u funkciji "nove" raspodele između rada i kapitala.

Brazil je jedina zemlja federalnog tipa koja je ukinula porez na dodatu vrednost koji je sve do 1993. godine funkcionisao i na "federalnom nivou i na nivou federalnih jedinica. Federaciji su pripadali prihodi iz proizvodne faze prometa proizvoda u trgovinskoj zameni između federalnih jedinica, dok su federalnim jedinica pripadali naplaćeni prihodi od poreza na dodatu vrednost na ostvareni promet unutar njihovih teritorija. Tako je bilo do 1988. godine kada su i federalne jedinice uvele porez na dodatu vrednost na principu kombinaclje kooperativnog federalizma i konkurentskag poreskog suverenita. Tada je stopa poreza na dodatu vrednost na transakcije u okviru federalnih jedinica povećana na 17% a stopa poreza na dodatu vrednost na transakcije u trgovinskoj razmeni između federalnih jedinica unutar federacije je smanjena na 11% zbog finansijskih nesuglasica između federalnih jedinica - proizvođača i federalnih jedinica potrošača. Iskomplikovani sistem funcionisanja poreza na dodatu vrednost doveo je iznova do promena poreskih stopa: prva je smanjena na 9%, druga je povećana na 12%. No, i to nije pomoglo, pošto univerzalne formule, niti standardni recepti za regulisanje fiskalnih odnosa još uvek nisu pronađeni, mada u praksi postoje "kompromisi" između zahteva za postizanjem ekonomske efikanosti i očuvanja fiskalne autonomije. No kompromisi između federalne suverenosti i poreske autonomnosti federalnih jedinica nije urodio plodom tako da je porez na dodatu vrednost zamenjen prodajnim porezom na promet proizvoda i usluga federacije i federalnih jedinica. U ovom slučaju, prenebegla se činjenica da porez na dodatu vrednost isključivo podrazumeva centralizaciju poreske vlasti sa minimalnim troškovima poreske administracije i sa efikasnijom naplatom i kontrolom.

Decentralizovani, odnosno subcentralni porez na dodatu vrednost ne obezbeđuje efikasnost i jednakost uslova privređivanja niti eliminiše poresku konkurenciju među subjektima fiskalnog federalizma. On, kao takav, dovodi do različitog poreskog opterećenja proizvoda i usluga, do deformacije tokova kapitala, do pograničnih kupovina, do migracije, do diskreditiranja neophodne fiskalne koordinacije između različitih nivoa javne vlasti, do pojave, dispariteta između fiskalnih kapaciteta federalnih jedinica i do povećanja budžetskih transfera federalnog budžeta za uravnotežavanje fiskalnih kapaciteta federalnih jedinica. Nemačka je daleko najboiji evropski primer modela fiskalnog federalizma zasnovanog na homogenosti fiskalne i ekonomske strukture, društvenoj koheziji, poreskoj harmonizaciji i kooperativnoj fiskalnoj koordinaciji.

Zemlje u tranziciji, po ugledu na tržišne privrede zemlje članice OECD i EU), (koje su tokom 80-tih i 90-tih godina izvršile poreske reforme), u startu su se "upecale" za prhvatanje i uvođenje poreza na dodatu vrednost i za postizanje alokativne neutralosti poreza. U razvijenim privredama postojali su brojni razlozi za iniciranje poreske reforme, a u prvom redu (l) uticaj globalizacije ekonomije i poreske konkurencije na svetskim tržištima roba i usluga (pri povećanoj pokretljivosti rada i kapitala), (2) smanjenje uloga države u privredi, privatizacija i deregulacija, (3) sužavanje javnog sektora "po širini i dubini", (4) porast učešća javne potrošnje i budžetskog deficita u društvenom proizvodu, (5) visoke poreske stope, (6) porast poreske utaje i poboljsanje efikasnosti rada poreske administracije, (7) slabljenje socijalne funkcije poreza i (8) postizanje alokativne neutralnosti poreza. U prvom talasu poreske reforme snižene su poreske stope i proširene poreske osnovice (u oblasti neposrednog oporezivanja dohotka fizičkih lica i dobiti korporacija), i sužena je lepeza oslobođenja i olakšica u oblasti oporezivanja prometa proizvoda i usluga. U drugom talasu poreske reforme modifikovana je poreska struktura prebacivanjem poreskog opterecenja sa dohotkana potrošnju i jačanjem fiskalne pozicije poreza na dodatu vrednost.

Fiskalne reforme zemalja OECD sledile su,u nešto suženom obimu, i zemlje u razvoju, koje su težile uvođenju poreza na dodatu vrednost, prošrenju poreskih osnovica, smanjenju stopa poreza na dohodak / dobit, povećanja stopa poreza na potrošnju/rashode, poboljšanju efikasnosti poreske administracije i reduciranja (duboko usidrene) poreske evazije, kako bi se stvorili prostori za smanjenje budžetskih deficita, pa, sledstveno tome, i smanjenje učešća javnih rashoda u društvenom proizvodu.

Poput ovih zemalja, i privrede u tranziciji Centralne i Istočne Evrope "latile" su se, nedovoljno pripremljene, teškog istorijskog posla sprovodenja radikalnih poreskih reformi po preporuci MMF i Svetske banke. Ove međunarodne finansijske institucije posticale su pokretanje poreskih reformi u sklopu strukturnih reformi. Prelazak na tržisno privredjivanje podrazumevao je efikasnu poresku administraciju, smanjenje javnih rashoda, reduciranje nasleđenih budžetskih deficita, obezbedjenje makroekonomske stabilnosti nivoa cena i zaposlelosti poreskim

mehaiizmima javne vlasti, sužavanje javnog sektora (zajedno sa državnim preduzećima), kreiranje povoljnije poreske klime radi podizanja međunarodne konkurencije domaće robe i povećanja priliva stranog kapitala, minimiziranje troškova tranzicije, obezbeđenje stabilnih fiskalnih prihoda za servisiranje javnih dugova, kreiranje jednostranog, privrednog i neutralnog poreskog sistema, koji je kompatibilan sa poreskim sistemima tržišnih ekonomija OECD i EU (uvođenjem ključnih poreskih oblika koji već egzistiraju u razvijenim privredama). MMF je, u procesu sprovodjenja strukturnih reformi, najviše smetalo to što su direktne i indirektne subvencije dominirale u strukturi budžetskih rashoda Rumunije. Litvanije, Slovačke i Estonije, što su troškovi servisiranja spoljnih i unutrašnjih dugova najvise "pravili" budžetske rashode Mađarskoj i Bugarskoj, i što su budžetski transferi za pokriće gubitaka fonda socijalnog osiguranja reprezentovali ključni generator fiskalnog deficita u Mađarskoj i Poljskoj. Preporuke MMF su, stoga, išle u pravcu (1) uvođenja poreza na dohodak građana sa najviše pet stopa, sa najvišom graničnom poreskom stopom od 40%, sa što širom poreskom osnovicom, sa primenom oporezivanja, po odbitku i sa paušalnim oporezivanjem dohotka koji se u praksi teško meri i administrativno poreski verifikuje, (2) izbegavanje poreza na izvoz i poreza na uvoz, pošto negativno utiču na ostvarenje deviza i koji smanjuju efikasnost, (3) uvođenja akciza za određene proizvode, koji donose veće prihode, i poreza na dodatu vrednost sa širom poreskom osnovicom i jednom poreskom stopom, koja obezbedjuje efikasnost u prikupljanju poreskih prihoda uz niže troškove oporezivanja, i primenu principa odredišta, i (4) uvođenja poreza na dobit preduzeća sa stopom od 30-40%, sa široko koncipiranom poreskom osnovicom i sa izbegavanjem klasičnog sistema oporezivanja (u kome se dividenda dvostruko oporezuje) i bez podsticaja i odbitka.

Preporuke MMF su zanemarile progresivno oporezivanje (pošto je popularniji proporcionalni model fiskalnog zahvatanja dohotka), princip pravednosti u oporezivanju i redistributivnu funkciju poreza. Na svetskoj sceni, preporukama MMF pridružila se i Svetska banka svojim programima prilagođavanja za privrede u tranziciji, koji su eksplicitno inkorporirali i promtne fiskalne reforme u funkciji ostvarenja stabilnih javnih prihoda i postavljanja efikasnog poreskog sistema posredstvom (1) proširenja poreskih osnovica kod svih poreskih oblika koji komponuju novu poresku strukturu, (2) pojednostavljenja oporezivanja dobiti korporacija sa manjim brojem stopa, neutralnim oporezivanjem privrednih transaktora, izbegavanjem dvostrukog oporezivanja dividendi i uključivanjem inflacije u proces utvrđivanja poreske osnovice, (3) smanjena cena i poboljšanja rada carinskih i poreskih organa javne vlasti, (4) prelaska na sistem oporezivanja potrošnje (sa sistema oporezivanja proizvodnje) uvođenjem poreza na dodatu vrednost i akciza na određene privrede, i (5) uvodjenja poreza na dohodak građana sa nižim poreskim stopama, i sa što manjim izuzecima i oslobođenjima, pa i sa što manjim brojem poreskih stopa, kako bi se ostvarila poreska transparentnost, koja je od posebne važnosti za uključivanje zemalja u tranziciji u međunarodne tokove.

Gotovo u većini zemalja u tranziciji je uveden porez na dodatu vrednost (sa akcizama) sa simultanim izmena u oblasti oporezivanja dohotka građana dobiti preduzeća.

Mađarska je među prvim zemljama uvela porez na dodatu vrednost još davne 1988. godine sa opštom stopom od 25%, i nižom stopom od 5%. Tokom 1992. godine; uspostavljen je porez na dobit preduzeća po stopi od 18% i 23% na raspodeljenu dobit) i porez na dohodak građana (sa stopama u rasponu od 0-44%) po metodologiji tržišno razvijenih privreda.

Bugarska je u 1993. godini uvela porez na dodatu vrednost, najpre sa jednon, stopom od 18% da bi (isto kao i Rumunija), potom, uključila i dve niže stope od 2% i 10%. Simultano, uveden je porez na dohodak građana sa stopama u rasponu od 20-50%, kao i porez na dobit po stopi od 40% (50% za komercijalne banke i 30% na dobit ispod 1. miliona leva).

Poljska je tokom 1992. godine uvela sintetičko oporezivanje dohotka gradjana po stopi u rasponu od 20-45% i porez na dobit korporacija po stopi od 40%. U 1993.godini Poljska je uvela i porez na dodatu vrednost (sa akcizama) sa nižim stopama od 7% i opštom stopom od 22%.

Slovačka je već u 1990. godini bila spremna za uvođenje poreza na dodatnu vrenost (6% niža stopa i 25% opšta stopa), kao i za institulsanje poreza na dobit po stopi od 40% i poreza na dohodak građana po stopi u rasponu izeđu 17 i 50%. Slično je i sa Češkom u kojoj se porez na dodatu vrednost plaća po stopi od 5% (niža stopa), odnosno po stopi od 23% (opšta stopa), a porez na dobit preduzeća po stopi od 39% i porez na dohodak fizičkih lica po stopi u rasponu od 15 do 47%.

U Rumuniji je uveden porez na dodatu vrednost u 1993. godini po opštoj stopi od 18% (a nešto kasnije priključena je i niža stopa od 9%), Stopa poreza na dohodak gradjana kreće se u rasponu između 6% i 45%, dok stopa poreza na dobit preduzeca iznosi 38%.

Rusija je do 1992.godine uspela da uvede porez na dodatu vrednost po opštoj stopi od 28% na promet proizvoda i usluga čije su cene odredivane od strane države i po opštoj stopi od 32% na promet roba i usluga čije su se cene slobodno tržišno formirale. U 1993 .god. "obe" stope su supstitulsane nižom stopom od 10 % i opštom stopom od 20%. U 1995.godini obe stope su povećane: prva na 13%, druga na 23%. Od tada i stopa poreza na dobit korporacija iznosi 35%, a stopa poreza na dohodak građana između 12% i 30%.,

Ukrajina (1993 godine) i Hrvatska su jedine zemlje, koje su uvele porez na dodatu vrednost, ali sa docnijom primenom. Ukrajina je uvela dve opšte stope, i to: opšta stopa od 22% na promet roba i usluga čije cene utvrđuje država i opšta stopa od 28% na promet roba i usluga čije se cene slobodno formiraju. Sve u svemu, u zemljama u tranziciji vlada šarenilo stopa poreza na dodatu vrednost i variraju ismeđu 14% u Gruziji i 25% u Uzbekistanu. Niža poreska stopa kreće se od 5% u Českoj do 16,67% u Tadžikistanu. Opšta poreska stopa, pak, oscilira između

20% u Belorusiji i 32% u Rusiji. Takav trend u poreskim reformama privreda u tranziciji izmenio je poresku strukturu i strukturu javnih prihoda, u kojoj, u periodu 1990-93.godine, učešće poreza na dodatu vrednost varira od 20% do 43%. Nedovoljna priprema poreske reforme sa neobučenim poreskim kadrovima i neblagovremenom osposobljenošću poreske administracije produkovala je čitav niz negativnih implikacija na planu promena relativnih cena, smanjenja poreske osnovice, povećanja cena na malo, smanjenja fiskalnih prihoda, povećanja budžetskog deficita, širenja sive ekonomije, povećanja poraske stope i jačanja uticaja "interesnih grupa", kojima isključivo odgovara neefikasan poreski sistem i površna strukturna reforma sistema javnih finansija, koji je onesposobljen da poveže niti između plaćenih doprinosa i nivoa korišćenih socijalnih usluga, da reši problem nelikvidnosti fondova socijalnog osiguranja i da spreči drastičan odiiv budžetskih transfera za pokriće gubitaka socijainih, zdravstvenih i penzijskih fondova. To, pak, upućuje na generalni zaključak da tranzicioni prelaz sa komandne na tržišnu privredu nije tako kratak kako se obično mislilo kod kreatora tranzicije (i privatizacije) i moderatoa fiskalne reforme. Ono što se jedino može nazvati "uspešnim bacanjem prašine narodu u oči" jeste "činjenica" ua se pri uvođenju poreza na dodatu vrednost vodilo računa da osnovni proizvodi od značaja za života i standarda građana budu podvrgnuti poreskom oslobodenju (tzv.nulto oporezivanje) u funkciji reduciranja regresivnih efekata posrednih poresa na domaćinstva sa nižim dohocima, nužnog očuvanja minimalnog životnog standarda građana i sprečavanja. "prinudne" diferencijacije sektora stanovništva prema bogatstvu i veličini dohotka. Poresko oslobađanje (tzv.nulto oporezivanje) i oporezivanje po nižim stonama[1245], koje se odnosi na oporezivanje prometa osnovnih proizvoda i usluga (kao što su hrana, lekovi, električna energija, grejanje, voda, usluge javnog prevoza, poljoprivredni proizvodi, voće, hleb, šećer, ulje, mleko, mlečni proizvodi, mast, jaja, riba i brašno) usmereno je u pravcu nepenalizovanja neelastične tražnje za prehrambenim proizvodima siromašnog dela stanovništva u čijoj potrošnji hrana visoko participira (u V. Britaiiji 18%, u Francuskoj 19%, u Nemačkoj 22%, u Italiji 23%, u Švajcarskoj 27%, u Portugaliji 39%, u Grčkoj 40%, u Jugoslaviji 47,1% i u Rusiji 49,5%.

[1245] Niže stope, u zemljama OECD variraju od 2% u Švajcarskoj (Irskoj 3% u Luksemburgu, 4% u Italiji. 5.5% u Francuskoj, 6% u Holandiji, 7% u Nemačkoj, 8% u Grčkoj 10% u Austriji) do 12% u Švedskoj.

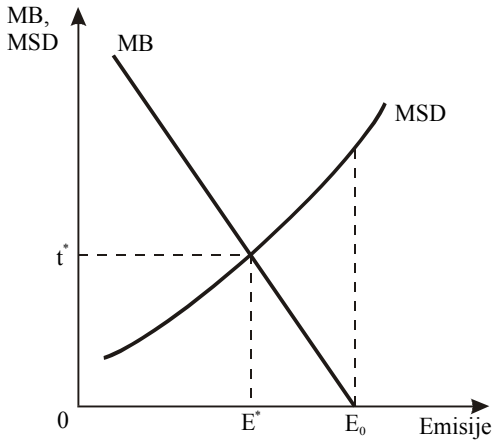
ŠEMATSKI PRIKAZ FUNKCIONISANJA POREZA NA DODATNU VREDNOST (PDV)

	FAKTURE		PORESKA EVIDENCIJA	PORESKA PRIJAVA
OBVEZNIK A	Uvoz Vrednost 2.500 PDV = 250	Faktura Vrednost Sirovine 1.000 PDV= 100		
			Evidencija nabavke: Mesečna nabavka Vrednost 3.500 PDV= 350	PDV - Mesena Prijava PDV na prodaju + 400 PDV Na nabavku - 350 PDV koji treba da plati obveznik A=50
			Evidencija prodaje: Mesečna prodaja L/grg1pgkG d PPP PDV = 400	
OBVEZNIK B	Faktura Vrednost 1.900 PDV= 190	Faktura Vrednost 2.100 PDV = 210		
			Evidencija nabavke: Mesečna nabavka Vrednost 4.000 PDV = 400	PDV - Mesečna prijava PDV na prodaju + 485 PDV na nabavku - 400 PDV koji treba da plati obveznik B = 85
			Evidencija prodaje: Mesečna prodaja Vrednost 4.850 PDV= 485	
	Faktura Vrednost 2.500 PDV = 250	Faktura Vrednost 2.350 PDV = 235		
OBVEZNIKC			Evidencija nabavke: Mesečna nabavka Vrednost 4.850 PDV= 485	PDV -Mesečna prijava PDV na prodaju + 590 PDV na nabavku - 485 PDV koji treba da plati obveznik C = 105
			Evidencija prodaje: Mesečna prodaja Vrednost 5.900 PDV= 590	
	Faktura Vrednost 5.900 PDV = 590			
			Krajnji potrošač	

Izvor: Dr H. Hrustić, Porez na dodatnu vrednost, Stilos, Novi Sad, 2004. str. 18

20. EKOLOŠKO OPOREZIVANJE

Ekološki se porezi danas smatraju jednim od privlačnijih instrumenata politike zaštite životne sredine. Njihova osnovna ideja jeste promena cena prirodnih dobara u skladu s njihovom oskudnošću, što odgovara osnovnom postulatu tržišne ekonomije. Ekološkim porezima žele se korigovati, ublažiti ili ukloniti disekonomije i drugi propusti i neuspesi neregulisanog tržišta. Motivacija za njihovo uvođenje je u stvari prikladno ekološko upravljanje resursima. Pretpostavlja se, da će ekološki porezi u visini šteta koje izazivaju određene ekonomske aktivnosti podstaći zagađivače da ove štete uračunaju u svoje proizvođačke i potrošačke odluke. Dakle, eksternalije (disekonomije) bi bile internalizovane, rezultirajući sa prikladnom kontrolom zagađivanja i ekoloških šteta. Krajnje pojednostavljen teorijski pristup ekološkom oporezivanju prikazan je grafički [1246]:



Korektivno ekološko oporezivanje

Rastućom funkcijom *marginalnih društvenih troškova (MSD)*, mere se troškovi životne sredine nastali zagađujućim emisijama od različitih uzročnika narušavanja ekološke ravnoteže. Rastom emisija rastu marginalne društvene štete, uz pretpostavku da štete rastu porastom nivoa emisija. Padajućom funkcijom *marginalnih društvenih koristi (MB)*, meri se "vrednost" ekološke koristi bez preduzimanja skupih kontrola ili drugih aktivnosti za smanjenje ekoloških šteta. Ukupne su emisije, u uslovima odsutnosti regulacije, označene tačkom E_0. Možemo uočiti, da su troškovi nadzora vrlo visoki kada su dopuštene emisije jednake *nuli (0)*, dok s rastom nivoe emisija marginalni troškovi nadzora padaju. Optimalan je nivo emisije označen tačkom E^*, u kojoj su *marginalne društvene koristi (MB)* jednake *marginalnim društvenim troškovima (MSD)*, što se postiže korek-

[1246] Arnold, 1994. str. 221-223.

tivnim oporezivanjem, tj. primenom *poreza* t^*. Iz grafikona je takođe očigledno da visina *marginalnih društvenih troškova (MSD)* bez nadzora (prikazana isprekidanom crtom, E_0 - *MSD*), znatno nadmašuje visinu troškova nadzora, *0* - *t**, s kojima se postiže optimalan nivo emisija (prikazan isprekidanom crtom, E^* - ukrštanje funkcija *MB, MSD*). Dakle, nivo emisija viših od E^*, uzrokovali bi više štete nego što su uštede na *troškovima nadzora*, dok bi se nivoom emisije nižom od E^* izbegle štete čija bi vrednost bila manja od *marginalnih izdataka (troškova) za nadzor.*

Ovaj tradicionalni pristup *upravljanja održivim razvojem* iziskuje državnu regulaciju optimalne nivoe emisija, budući da ne postoji uobičajena tržišna interakcija ponude i potražnje između onih koji osiguravaju (nude) smanjenje emisija (u cilju njegovog optimalnog nivoa) i onih koji zahtevaju (potražuju) čistu životnu sredinu. Ako dakle država može posredovati (intervenisati) i odrediti *"korektivnu cenu"* za emisiju, tržišne bi interakcije trebale rezultovati optimalnim nivoom emisija. Ovo je, naravno, krajnje pojednostavljeno objašnjenje, koje je u praktičnoj primeni vrlo kompleksno. U svemu se ovome mora primenjivati načelo *zagađivač plaća*, pri čemu su ekološki porezi ispostava računa za ekološke štete. Usprkos višedecenijskoj podršci ekološkim porezima među ekonomistima, njihova privlačna snaga, za kreatore ekonomske politike, je primećena tek u novije vreme. Međutim, savremeni su kreatori ekonomske politike naglašeno skloni tumačenju ekoloških poreza kao izvora preko potrebnih državnih prihoda, više nego što su eksplicitni u prihvatanju kompleksnije motivacije ekonomske teorije. Čak su skloni i objašnjenjima kako bi se ekološkim porezima smanjili drugi mučniji porezi. Tako se mogućnost pribavljanja poreskih prihoda u procesima zaštite životne sredine kreatorima ekonomske politike (prvenstveno u razvijenim zemljama) čini neodoljivo izazovnom. Pa ipak se ovi pristupi u praksi još uvek nedovoljno primenjuju. Jedan od razloga njihovog zaobilaženja u primeni pripisuje se neznanju o njihovu delovanju i prednostima, ali i nekompetenciji (neodređenosti i kolebljivosti) legalne vlasti u primeni podsticajnih sistema u području životne sredine i poznatog načela *zagađivač plaća.* Drugi se set uzroka pripisuje: sumnjama da se ekološkim porezima mogu zadovoljiti potrebe praktične politike održivog razvoja; pristranim poređenjima o prednostima primene drugih regulacionih mera; konfliktima u primeni načela nepristrasnog prikupljanja poreskih prihoda i kompleksnih ciljeva politike održivog razvoja; konfliktima između praktične politike životne sredine i ciljeva korektivnog oporezivanja i velikim praktičnim teškoćama u primeni načela pravičnosti uvođenjem korektivnih poreza. Očigledno je da uvođenje ekoloških poreza u budućnosti može računati na širu i delotvorniju primenu ako se za regulatore i zagađivače osiguraju veća realna očekivanja u poboljšanju životne sredine od njihovog uvođenja u odnosu na ostale oblike regulacije.

Najvažniji element prilikom donošenja ekonomskih odluka o proizvodnji i potrošnji jeste cena. U tržišnoj privredi cene odražavaju odnose ponude i tražnje.

Međutim, ponuda i tražnja po pravilu ne uzimaju u obzir uticaj tog proizvoda na životnu sredinu. Osnovna pitanja su na koji način bi to ekološki porez mogao učiniti, koji se problemi pritom pojavljuju i kako ih rešiti. Činjenica je da uprkos brojnim prednostima ekonomskih instrumenata, posebno ekoloških poreza, njihova primena je još uvek ograničena i u većini zemalja i nadalje prevladavaju naredbodavno-nadzorni instrumenti. Ekološki porezi su ipak relativno kompleksni instrumenti - moraju se svladati njihovi tehnički, ekonomski i pravni aspekti, a državna uprava mora neprekidno balansirati između različitih zahteva koje postavlja ekonomika životne sredine, javne finansije i političko izvođenje celog projekta. Pored toga, još uvek nedostaje sveobuhvatno iskustvo u primeni ekoloških poreza, a konačno oni se u primeni takmiče sa jednostavnijim i tradicionalnijim instrumentima zaštite životne sredine.

U udžbeničkom smislu pojam ekološki porez odnosi se na porez koji internalizuje eksterne troškove životne sredine (tzv. Pigouov porez). Značenje pojma može se i proširiti, što su učinili Baumol i Oates, naknadama i standardima kvaliteta životne sredine, pri čemu državna uprava određuje standard kvaliteta i uvodi naknadu radi postizanja tog standarda. Pojam se može proširiti i na način da obuhvati bilo koji porezni oblik koji ima pozitivan učinak na životnu sredinu. O ekonomskoj delotvornosti je napisano mnogo teorijskih radova. Međutim, pri uobličavanju nekog instrumenta to je samo jedan od elemenata o kojem treba voditi brigu. Kada se kreatori politike odlučuju u razmatranje uključiti i ostale aspekte instrumenata, to najčešće čine na štetu ekonomske delotvornosti. Navedeni problemi pokazuju da uvođenje ekološkog poreza nije jednostavan zadatak. S jedne strane čini se da postoje veliki potencijali za uvođenje ekoloških poreza u mnogim zemljama, a s druge strane snažni su otpori njihovom uvođenju. Ipak, poslednjih su godina ponuđena mnoga praktična i teorijska rešenja, a sve je više pozitivnih primera uvođenja različitih oblika ekoloških poreza, posebno u skandinavskim zemljama.

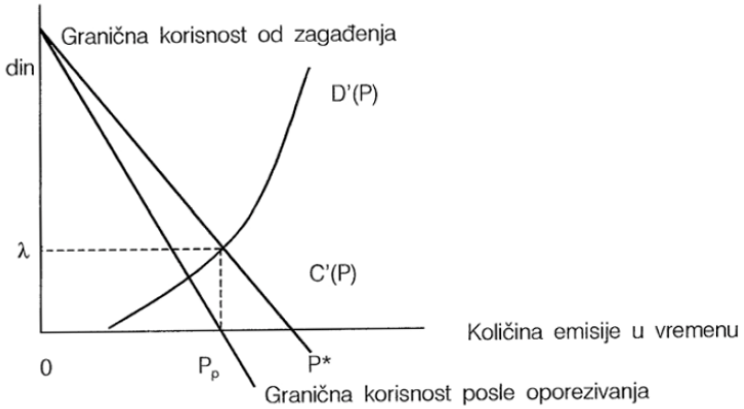
A. U tržišne mere za kontrolu zagađenja ubrajaju se fiskalne mere i sistem transferabilnih dozvola. Prednosti ovih mera u odnosu na kvantitativne, proističu iz efikasnosti samog tržišnog mehanizma da brzo reaguje na sve signale, podstiče dinamičku efikasnost, te da redukuje zagađenja, tamo gde su troškovi najniži.

POREZI i SUBVENCIJE, osnovni instrumenti fiskalnih mera, deluju putem promena relativnih cena. Bilo da se oporezuje nivo upotrebe određenih inputa u procesima koji zagađuju, bilo nivo ispuštanja zagađenja, rezultat se svodi na poskupljenje određenog procesa, ili aktivnosti. Slično deluju i subvencije u cilju smanjivanja emisija; razlika je samo u tome što određene aktivnosti, ili proizvodni procesi, bivaju jevtiniji za iznos isplaćene subvencije. Iako, kratkoročno gledano, porezi i subvencije deluju simetrično, na dug rok postoje razlike, usled redistributivnih efekata.

Porezi na emisije zagađenja čest su i rado prihvaćen instrument namenjen ostvarivanju ekoloških ciljeva, koji su prethodno definisani. Sami po sebi ovi

porezi eliminišu razliku između društvenih i privatnih cena. Da bi se postigao ekonomski prihvatljiv nivo zagađenja, porez na svaku jedinicu emitovanog zagađenja mora biti jednak graničnom iznosu štete pri optimalnom nivou zagađivanja. Na taj način se, zapravo, internalizuju eksterni efekti, te se zagađivač stavlja u poziciju da vodi računa ne samo o troškovima ekološki nepodobne aktivnosti, ili proizvodnje, tj. njegovim privatnim troškovima, već i o društvenim štetama, tj. troškovima. Zato uvođenje eko-poreza ima za cilj da se ekonomska aktivnost koja remeti životnu sredinu svede na društveno efikasan nivo.

Na sledećoj slici prikazan je efekat uvođenja eko-poreza po jedinici zagađenja.



Efekat uvođenja eko-poreza

Na ovoj slici su prikazane funkcije granične korisnosti od proizvodnje preduzeća - zagađivača, pre i posle oporezivanja, kao i funkcija granične štete od zagađenja po društvo. U slučaju da preduzeće ne vodi računa o društvenim posledicama zagađenja, proizvodnja će se odvijati na nivou koji odgovara tački P*, tj. maksimalnoj količini emitovanog zagađenja. Ta tačka se naziva nekontrolisani nivo zagađenja. Ako pretpostavimo sada da je društvo uvelo porez na emisiju zagađenja, po stopi λ, jednakoj graničnom iznosu štete koju određeni nivo zagađenosti stvara, kriva granične korisnosti se pomera prema koordinatnom početku, a proizvodnja, tj. količina emitovanog zagađenja će se smanjiti na nivo $P_{p.}$ Slična analiza važi i za slučaj subvencija na uvođenje čistih tehnologija, tj. sistema za prečišćavanje otpadnih materija. Sličnost potiče od činjenice da fiskalni instrumenti, porezi i subvencije, deluju istovetno, bilo da podstiču, bilo da suzbijaju određene aktivnosti. Sa aspekta zagađivača, podsticaj da se suzbija zagađenje postoji, ili kao potreba da se izbegne teret poreza, ili kao namera da se ostvari subvencija. Razlika je samo u tome što u analizi subvencija posmatramo

krivu graničnog troška suzbijanja zagađenja, a u analizi poreza reč je o graničnoj korisnosti od aktivnosti koja zagađuje.

B) U slučaju izostanka društvene akcije, količina emitovanog zagađenja će biti znatno veća, pošto zavisi isključivo od volje zagađivača, bilo da je reč o preduzeću, bilo o pojedincu. Međutim, ukoliko se uvede porez na emisije zagađivač će smanjiti štetnu aktivnost. Ako se, pak, uvedu subvencije u cilju podsticanja prečišćavanja, zagađivač neće smanjiti nivo aktivnosti, no nivo štete će biti manji. Može se zaključiti da je sa ekološkog aspekta, sasvim svejedno, da li ćemo se boriti protiv zagađivanja oporezivanjem štetne aktivnosti, ili podsticanjem prečišćavanja putem subvencija. Međutim, sa ekonomskog aspekta razlika postoji; ogleda se u tome da će porez uticati na smanjenje nivoa ekonomske aktivnosti, tj. agregatne ponude, dok subvencije neće. Na osnovu ovoga se, ipak, ne može zaključiti da su subvencije superiorniji instrument ekonomske politike. Subvencije zahtevaju veći budžet, koji je opet neophodno popuniti iz nekih drugih izvora. Šta više, iskustva zemalja EU govore u prilog oporezivanju, kao pogodnom instrumentu za ostvarivanje ekoloških ciljeva.[1247] U tom kontekstu, zanimljiva je argumentacija da ekološki porezi imaju ne samo ekološku funkciju, već mogu imati značajnu fiskalnu funkciju, obilno puneći budžet, te na taj način smanjuju potrebu za oporezivanjem dohodaka od rada i kapitala, što eliminiše distorzije i podstiče rast (Weizsacker).

Kratkoročno posmatrano, postoji ekvivalencija između poreza i subvencija, na dug rok razlike, proistekle iz redistributivnih efekata, postoje i mogu biti značajne.

Konačno, sagledajmo jedan jednostavan slučaj oporezivanja emisije zagađenja, koje se uniformno raspoređuje u sredini, tj. koje se savršeno dobro meša u prostoru, tako da je vrednost šteta nezavisna od mesta i vremena emitovanja. Da bi uvedeni porez bio ekonomski efikasan instrument, potrebno je:[1248]

1) da poreska stopa bude jednaka za sve zagađivače, čime se ostvaruje troškovna efikasnost;
2) visina stope efikasnog poreza mora odgovarati visini granične štete, pri društveno efikasnom nivou zagađenja. Naravno, ovo je moguće samo ako država, tj. regulator, ima potpunu informaciju o funkciji granične štete, ili funkciji graničnog troška suzbijanja zagađenja. Kako to najčešće nije slučaj, u praksi se poreska stopa određuje arbitrarno, te se ekonomska efikasnost instrumenta gubi. Ipak, i tako postavljena mera ekološke politike, postiže željeno uz minimum troškova;

Kad god je moguće, za predmet oporezivanja treba uzeti emisije štetnih materija, a ne samu ekonomsku aktivnost koja do štete dovodi. Na taj način se

[1247] European Economy - the Economics of limiting CO2 emissions, Special Edition, No. 1 Luxemburg, 1992.
[1248] European Economy - the Climate Challenge; Economic aspects of the Community's strategy for limiting CO2 Emissions No. 51 Luxemburg, May 1992.

podstiče dinamička efikasnost i supstitucioni efekti u korist povoljnijeg. Na primer, ako dva goriva imaju istu cenu po jedinici toplote koju stvaraju, ali različite ekološke efekte, uvođenjem poreza na manje povoljno gorivo, smanjuje se njegova upotreba, a potrošači podstiču na supstituciju u korist ekološki podobnijeg. Ugalj i prirodni gas, koji se koriste za rad termo-elektrana, predstavljaju odličan primer (Perman i McGilvray).

21. EKOLOŠKI POREZI U EVROPSKIM ZEMLJAMA

Proizvodnja i potrošnja fosilnih goriva je jedan od glavnih uzročnika pojave efekta "staklene bašte", što se u ekonomiji posmatra kao svojevrsni oblik ekološke eksternalije. Fiskalno rešenje internalizacije eksternalija se bazira na principu "zagađivač plaća" i nametanju određenog poreza na emisiju. Iako je primena ekoloških poreza intenzivirana tokom prethodne decenije, fiskalni prihod je još skroman i čini tek 5% ukupnih poreskih prihoda EU. Među ekološkim porezima dominiraju porezi na energetske proizvode, 76% ukupnih eko-prihoda. Kako su minimalne vrednosti akciza na određene naftne derivate predviđene Direktivom 82/92, u toku prethodne decenije je i u zemljama CIE osetan rast stope ovih akciza, kao i angažovanje u domenu ekološke politike. Svetska privreda od industrijske revolucije, beleži nagli rast ekonomske aktivnosti, a samim tim, i dramatičan porast tražnje za energentima. Najveći deo primarno proizvedene energije se još uvek bazira na upotrebi fosilnih goriva,[1249] koja ne samo da spadaju u kategoriju iscrpljivih resursa nego je njihovo sagorevanje u najvećoj meri odgovorno za pojavu efekta "staklene bašte", što podrazumeva veštačko zagrevanje Zemljine površine, usled prekomerne emisije grupe gasova od kojih je najzastupljeniji ugljen-dioksid CO_2 sa učešćem od 80%.

Pitanja iscrpljivosti prirodnih resursa i mogućih granica privrednog rasta, skreće pažnju širokog kruga svetske naučne i političke javnosti, te pitanje održivog razvoja stavlja na listu međunarodnih prioriteta. Iako još uvek ne postoji jedinstveno prihvaćena definicija, održiv razvoj se u najširem smislu definiše kao stalni rast blagostanja per capita ili kao rast skupa razvojnih indikatora u vremenu.[1250] UN su formulisale 27 principa održivog razvoja čiji je jedan od relevantnih pokazatelja emisija CO 2. Na Okvirnoj konferenciji UN o promeni klime (Kyoto, 1997), doneta je odluka o redukovanju emisije gasova koji doprinose efektu "staklene bašte", u proseku za 5% u periodu 2008-2012. godine, u odnosu na nivo emisije iz 1990. godine. Do sada je ovaj sporazum ratifikovalo 66 zemalja, među kojima i EU koja se obavezala da će u predstojećem periodu smanjiti svoju emisiju za 8%. Na taj način, potpisivanje ovog sporazuma je postalo

[1249] Više od 90% svetskih potreba za primarnom energijom se podmiruje sagorevanjem fosilnih goriva, 7% energijom iz nuklearnih elektrana, a svega 3% iz hidroelektrana.
[1250] Rao, P. K., Sustainable Development, Blackwell Publishers Inc., str. 225.

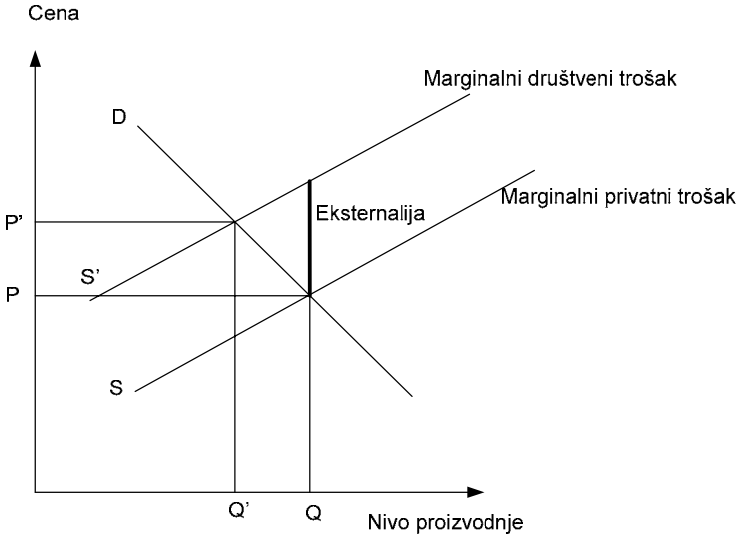
preduslov za integraciju u EU, što većina kandidata ispunjava, jer je tokom protekle decenije izvršila restrukturiranje energetskog sektora (čime je poboljšana energetska efikasnost), dok su industrijske emisije gasova usled recesije bitno redukovane. Ovaj rad ima za cilj da ukaže na rešenja koja nudi ekonomska teorija i politi ka, u smislu pronalaženja adekvatnih ekonomskih instrumenata, koji omogućavaju poštovanje principa održivog razvoja. U radu će biti predstavljen fiskalni pristup, pre svega, kroz oporezivanje energetskih proizvoda čijom proizvodnjom i potrošnjom se u najvećoj meri emituju gasovi "staklene bašte". Paralelno će biti predstavljen progres ekološke poreske reforme u zemljama kandidatima za priključenje EU (zemlje CIE), kao i poređenje visine akciza na naftne derivate u odnosu na EU. Kako naša zemlja još uvek nije ratifikovala sporazum za smanjenje emisije, niti je započela ekološku poresku reformu, iskustva naprednijih zemalja u tranziciji mogu joj biti od koristi.

A) Problem prekomerne emisije gasova "staklene bašte", kao i svaki drugi oblik zagađenja, u ekonomiji se posmatra kao oblik negativne eksternalije. Eksternalije predstavljaju učinke, pozitivnog ili negativnog karaktera, koje za jedan subjekat proizilaze iz određene aktivnosti drugog subjekta, bilo da se radi o proizvodnji ili potrošnji, a da pri tome nisu rezultat delovanja mehanizma cena. Termin "eksterni učinak" prvi je upotrebio teoretičar ekonomije blagostanja A. S. Pigou koji je postavio osnove standardne teorije eksternalija. Polazeći od tržišnih nedostataka, Pigou je izneo postavku o neophodnosti ekonomske uloge države i državne intervencije koja bi trebala da obezbedi da tržišne cene odražavaju pun društveni trošak. Posmatrano sa teorijskog stanovišta, kako bi se izbeglo prenošenje ekonomskih troškova na celokupnu društvenu zajednicu, neophodna je njihova internalizacija, odnosno uključivanje troškova zagađenje u cenu proizvoda ili aktivnosti koje uzrokuju zagađenje. Jedan od načina internalizacije eksternalija je uvođenje poreza po jedinici proizvodnje, koji bi bio jednak troškovima zagađenja. U konkretnom slučaju, emisija gasova bi trebala da bude ograničena do nivoa gde su marginalne koristi za društvenu zajednicu manje od marginalnih troškova preduzimanja mera za redukovanje emisije.[1251]

Teorijski posmatrano, ukoliko se pođe od pretpostavke da na tržištu postoji perfektna konkurencija za proizvodima preduzeća-zagađivača i odsustvo bilo kakve državne intervencije, tržišna tražnja odražava marginalnu društvenu korisnost. Međutim, tržišna ponuda bez državne regulacije odražava samo marginalne privatne troškove. Ignorisanjem eksternih troškova, ponuda i tražnja će biti u ravnoteži na nivou proizvodnje sa ravnotežnom cenom po jedinici proizvoda. Budući da preduzeće - zagađivač svojom proizvodnjom stvara troškove za koje ne snosi nikakvu odgovornost, tržišna cena ne odražava ukupne troškove pomenute proizvodnje. Privatni trošak proizvodnje povećava elemente ukupnog troška za

[1251]Faucheux, S., Noël J. F., Economie des ressources naturerelles et de l,environment, Armand Colin, Sorbonne, Paris, 1995.

iznos koji se predstavlja kretanjem krive ponude, tj. putanjom od marginalnog privatnog troška do marginalnog društvenog troška. Uzimanje u obzir ovih troškova, koji odgovaraju internalizaciji eksternalija, zahteva određivanje nove više cene P i manjeg nivoa proizvodnje Q′.



Izvor: Faucheux, S., Noël J. F., (1995), Economie des ressources naturerelles et de l'environment, Armand Colin, Sorbonne, Paris, str. 83.

Očigledno je da ukoliko proizvodnja jednog preduzeća prouzrokuje štetu drugim subjektima i ne daje mogućnost tržišne kompenzacije, marginalni društveni trošak proizvodnje je viši od marginalnog privatnog troška proizvodnje. Ovaj raskorak troškova ukazuje da se Pareto optimum ne može primeniti na datu situaciju. Prema Pigouvoj ekonomiji blagostanja, jedini način dostizanja Pareto optimuma je putem neutralisanja postojećeg jaza, odnosno nametanjem poreza ili nadoknada[1252] zagađivaču u vrednosti koja je jednaka razlici između društvenog i privatnog troška. Internalizacija eksternalija, kao "vantržišni fenomen", se vrši plaćanjem određene cene za nanetu štetu. Stoga, cena proizvedenog dobra je jednaka marginalnom društvenom trošku tog dobra, koji je jednak zbiru marginalnog privatnog troška i poreza. Ovo rešenje je poznato pod imenom porez na emisije (Pigouov porez) i dalje podržano i zaokruženo od strane J. E. Meadea, W. Beckermana, J. Buchanana, D. Piercea i drugih. Međutim, u Pigouovo vreme takav porez se smatrao samo akademskim pristupom i gotovo da nije imao nikakav praktičan značaj. Pored klasičnog Pigouovog poreza, kod koga se visina poreskog opterećenja određuje prema jedinici emitovanog zagađenja, u fiskalnoj

[1252] U ovom slučaju pojmovi porez i nadoknada se upotrebljavaju bez razlike, precizna distinkcija između ova dva pojma je vidljiva samo sa fiskalnog stanovišta i ovde nije od značaja.

teoriji se pravi razlika između još dve grupe poreza koji se koriste u ekološke svrhe: para-pigouvijanski porezi i dvostrano korisni porezi. Para-pigouvijanski porezi su posredni porezi poput carine, opšteg poreza na promet i akciza. S druge strane, dvostrano korisni porezi podrazumevaju da se na proizvode čijom proizvodnjom ili potrošnjom se uzrokuje zagađenje primenjuju različite poreske stope. Na taj način prikupljena sredstva se koriste za finansiranje ekoloških izdataka, te korist od njihovog plaćanja imaju svi članovi društvene zajednice.

B) Tokom šezdesetih i početkom sedamdesetih godina XX veka, ojačala je ekološka svest i ponovo oživela Piguova ideja o porezu na eksternalije. Prvi talas ekološke poreske reforme[1253] nije dao očekivane rezultate, budući da se plaćanje ekološkog poreza posmatralo kao svojevrsna kompenzacija ili odobrenje za zagađenje. Tek krajem osamdesetih godina, kada je iznos eko-poreza uvećan i pojačan njihov kazneni karakter, ekološki porezi dobijaju praktičan značaj, pre svega, u skandinavskim zemljama.

Danas se u literaturi sreću različiti termini za obeležavanje poreza na eksternalije: "ekološki porez", "eko-porez", "porez na zagađenje", "zeleni porez" (ecological tax, eco-tax, pollution tax, green tax) i drugi. Iako sam pojam ekoloških poreza zvanično nije definisan, Evropska komisija, Eurostat i OECD ekološke poreze definišu sa aspekta poreske osnovice. U skladu s tim, ekološki porez je svaki poreski oblik kod koga je poreska osnovica izražena u fizičkim jedinicama supstance, odnosno materije koje imaju dokazan negativni uticaj na okruženje. Uopšteno posmatrano, za sve vrste ekoloških poreza je karakteristično da pored internalizacije eksternalija, imaju podsticajnu i fiskalnu ulogu. Ekološki porezi imaju za cilj da, putem korekcije cena određenih dobara i usluga, postignu optimalnu alokaciju resursa. Svaki porez utiče na ponašanje poreskih obveznika. Pošto je suočen sa smanjenjem svog raspoloživog dohotka, obveznik reaguje na novonastalu situaciju. U slučaju distorzivnih poreza, obveznik preduzima određene akcije u cilju smanjenja ili potpunog oslobađanja od svoje poreske obaveze. U toj situaciji, prisutan je efekat dohotka (dohodak obveznika se smanjuje za iznos poreza) i efekat supstitucije (obveznik se, u cilju smanjenja svoje poreske obaveze, preusmerava ka blaže oporezovanim, odnosno neoporezovanim dobrima).

U savremenim poreskim sistemima, gotovo svi porezi su distorzivnog karaktera i kao takvi dovode do ozbiljnih poremećaja u alokaciji resursa i smanjuju ekonomsko blagostanje. Distorzivni porezi, ne samo da predstavljaju dopunski teret za poreskog obveznika, što utiče na modalitet ponašanja obveznika na tržištu, nego ni ne povećavaju poreske prihode. Drugim rečima, dolazi do suvišnog poreskog opterećenja (excess burden), što znači da je ukupno poresko opterećenje veće od prikupljenih javnih prihoda. Iz tog razloga, treba tražiti druga rešenja, odnosno uspostaviti takvu strukturu poreskih oblika koji će minimizirati

[1253] Ekološka poreska reforma je proces uvođenja novih ekoloških poreza uz istovremeno ukidanje ekološki štetnih subvencija.

suvišno opterećenje (čime bi se uvećalo društveno blagostanje), a da u isto vreme zadrže poreske prihode na istom nivou.

Podsticajna uloga ekoloških poreza se ogleda u tome da oni stimulišu proizvođače i potrošače da efikasnije upotrebljavaju oskudne prirodne resurse. Oporezivanjem ekološki nepodobnih proizvoda (fosilna goriva, veštačka đubriva i sl.), njihova relativna cena se uvećava, tako da se ohrabruje upotreba adekvatnih supstituta koji su sa ekološkog stanovišta poželjni. Takođe, postoji kontinuiran podsticaj da se razvijaju i unapređuju nove i efikasnije tehnologije sa manjim stepenom zagađenja. Međutim, podsticajna uloga poreza je ograničena, ukoliko je tražnja za proizvodom cenovno neelastična i/ili kada postoji samo nekoliko raspoloživih supstituta.

Ekološki porezi, doprinose izvesnom povećanju ukupnih javnih prihoda u zemlji i mogu se koristiti za smanjenje tereta ostalih, po pravilu, distorzivnih poreza, čime se postiže fenomen dvostruke dividende. Pri tome se razlikuju "blaži" i "čvršći" oblik dvostruke dividende. Prvi oblik polazi od toga da ekološki porezi predstavljaju dodatne javne prihode, koji mogu biti upotrebljeni za smanjivanje distorzivnih poreza u poreskom sistemu, i kao takvi su efikasniji od drugih instrumenta koji ne obezbeđuju prihode za državni budžet (npr. inicijalna besplatna raspodela transferabilnih dozvola).[1254] S druge strane, koncept dvostruke dividende u "čvrstoj" formi se odnosi ne samo na poboljšanje kvaliteta životne sredine, nego i na postizanje nekih ne-ekoloških koristi. Naime, uvođenje novih ekoloških poreza bi trebalo da ima za posledicu redukovanje broja ostalih poreza, kako bi ukupno poresko opterećenje ostalo na istom nivou.[1255] Međutim, često se fiskalna uloga ekoloških poreza navodi kao zloupotreba ovog instrumenta, jer eroziraju svoju primarnu ulogu - smanjenje zagađenja. U tom smislu, ekološki porezi se mogu dvojako posmatrati. S jedne strane, oni neopravdano nose atribut "ekološki" jer se prvenstveno uvode iz drugih ciljeva - npr. fiskalni razlozi, potreba da se smanji velika zavisnost od uvoznih energenata i sl. S druge strane, neki izvorno ekološki porezi se prevashodno posmatraju kao cena za korišćenje određenog javnog dobra, što ukazuje da je reč o naknadama. Imajući u vidu sve navedeno, izvršena je podela ekoloških poreza u dve grupe: ekološki porezi u širem smislu i ekološki porezi u užem smislu.[1256]

[1254] Bez obzira što se u slučaju slobodne raspodele transferabilnih dozvole ne ostvaruje prihod, ovaj instrument ima čitav niz prednosti u odnosu na ekološke poreze. Više o tome videti *Filipović, S. Međunarodne institucije i mehanizmi za rešenje problema globalnog zagrevanja, Ekonomski fakultet, Beograd, 2004.*

[1255] U najvećem broju zemalja OECD-a, u toku poslednje dve decenije sprovedena je radikalna reforma poreskih sistema, između ostalog i u pravcu uvođenja novih ekoloških poreza. Međutim, njihovo iskustvo pokazuje da efikasnost ekoloških poreza zavisi od čitavog niza faktora: veze između instrumenata i izvora zagađenja, administrativnih troškova, međunarodnog okruženja i sl.

[1256] Ilić-Popov, G., (2000), Ekološki porezi, Savet projekata Konstituisanje Srbije kao pravne države i Centar za publikacije Pravnog fakulteta Univerziteta u Beogradu, Pravni fakultet, Beograd. str. 100-116.

Ekološki porezi u širem smislu podrazumevaju razne vrste naknada i druge slične dažbine (npr. registracione takse). Među fiskalnim instrumentima naknade su do sada bile mnogo prisutnije nego porezi, mada je između njih teško napraviti strogu distinkciju. Naime, oba instrumenta predstavljaju cenu koja se plaća za ispuštanje štetnih materija u okruženje. Isto tako, kod oba fiskalna instrumenta je prisutan element prinudnosti i odsustvo neposredne protivusluge. Najčešći oblici naknada sa ekološkim karakteristikama su: naknade za korišćenje dobara od opšteg interesa, naknade na proizvode koji se ocenjuju kao ekološki nepodobni i naknade za zagađenje. Naknada za korišćenje dobara od opšteg interesa je javni prihod i plaća se kao cena za korišćenje određenog javnog dobra. Naknada za zagađenje ima nekoliko modaliteta: naknada za zagađenje vode, vazduha, zemljišta, naknada za otpad, naknada za pojačanu buku i naknada za stvaranje neprijatnih mirisa. Iako je glavna funkcija naknada za zagađenje podsticajna, one imaju i dosta ograničenja. Pre svega, naknade za zagađenje imaju prilično složenu i komplikovanu strukturu, koja često zahteva formiranje posebnog nadzornog tela, što podrazumeva relativno visoke administrativne troškove. Uvođenje ovih naknada još više pojačava razlike koje i inače postoje između nacionalnih poreskih zakonodavstava, što otežava njihovu harmonizaciju i pokreće pitanje međunarodne konkurentnosti, dok problem vezan za merenje emisije i dalje ostaje. Međunarodna saradnja i koordinacija mera za sprečavanje/ublažavanje zagađenja je naročigledno bitno kod određenog tipa ekoloških eksternalija koje ne poznaju nacionalne granice (npr. globalno zagrevanje).

Ekološki porezi u užem smislu podrazumevaju poreze na emisije, poreze na proizvode ili inpute i diferencirano oporezivanje**.** Porezi na emisije[1257] (emission tax) predstavljaju klasičan pigouvijanski porez kod koga se visina poreskog opterećenja određuje prema jedinici emitovanog zagađenja. Ovi porezi se neposredno zasnivaju na merenju štetne emisije, odnosno na proceni kvantiteta i kvaliteta ispuštene materije, i kao takvi imaju za cilj da oporezuju sve aktivnosti koje prouzrokuju zagađenje. U ekološkom smislu, najefikasnije rešenje bi bilo oporezivanje samog izvora emisije. Međutim, merenje štetnih emisija je teško izvodljivo i povezano sa relativno visokim troškovima. Razlozi za to su brojni, počev od nedovoljno razvijenih tehnika merenja, složenosti postupka merenja, nemogućnosti lokalizovanja emisije, kao i zbog činjenice da se uporedo sa razvojem industrije uvek javljaju nove štetne materije. Porezi na emisije su pogodan instrument u situaciji kada se štetne emisije vrše iz relativno nemobilnih izvora zagađenja. Situacija je, međutim, bitno drugačija ukoliko postoje brojni i difuzni izvori zagađenje, kao u slučaju CO 2, pa je veoma teško i skupo ostvariti kontrolu nad svakim pojedinačnim izvorom emisije.

Imajući u vidu teškoće u primeni poreza na emisije, u praksi se velik broj zemalja zalaže za jednostavniji pristup, odnosno uvođenje poreza na proizvode

[1257] Pojam emisija označava ispuštanje štetnih materija u životnu sredinu, dok emisija podrazumeva njihovu koncentraciju.

(product taxes) koji stvaraju zagađenje, bilo njihovom proizvodnjom ili potrošnjom. Prema objektu oporezivanja, porezi na proizvode se dele na poreze na input i poreze na finalne proizvode. Jedna od glavnih prednosti ekoloških poreza na proizvode je u tome što oni najčešće dobijaju oblik već postojećih poreza na potrošnju (porez na dodatu vrednost, akcize). Zbog toga ovu vrstu poreza karakteriše veća efikasnost i niži administrativni troškovi, što njihovu primenu čini mnogo jednostavnijom u poređenju sa porezima na emisije. Takođe, za razliku od poreza na emisije, porez na proizvode nije u neposrednoj vezi sa izvorom emisije, već je osnovica ovih poreza sa njima posredno povezana. Što se tiče efikasnosti poreza na ekološki nepodobne proizvode, moraju se uzeti u obzir dva tržišna uslova: cenovna elastičnost tražnje za proizvodom čija upotreba prouzrokuje zagađenje i postojanje jednog ili više supstituta koji se, u ekološkom smislu, smatraju prihvatljivijim izborom. Primena poreza je efikasnija, ukoliko je tražnja za proizvodom visoko cenovno elastična, odnosno ukoliko je velik broj mogućih supstituta, u suprotnom, efekat je skroman. Poreska diferencijacija (tax diferentiation) podrazumeva različito poresko opterećenje za slične proizvode koji se razlikuju po svojim ekološkim obeležjima. Naime, proizvodi čija proizvodnja, odnosno upotreba ima štetne efekte po okruženje, mogu biti oporezovani po višoj poreskoj stopi, dok bi se na ekološki podobne proizvode primenila niža poreska stopa (npr. uvođenje dvojnih poreskih stopa za olovni i bezolovni benzin).

Kontinuirana upotreba ekoloških poreza je naročito evidentna od početka devedesetih godina, pre svega, u skandinavskim zemljama u kojima je inače sprovedena sveobuhvatna ekološka poreska reforma. Od ekoloških poreza najveći značaj imaju porezi na energetske proizvode - čak 76% ukupnih eko-prihoda na nivou EU.[1258] Međutim, posmatrano na nivou EU, fiskalni značaj ekoloških poreza je još uvek skroman. Učešće ekoloških poreza čini svega 2,7% GDP-a EU, odnosno 6,5% ukupnih poreskih prihoda. Evropska komisija je početkom devedesetih predložila poseban metod oporezivanja energenata u zavisnosti od sadržaja ugljenika i od toga da li energent spada u kategoriju obnovljivih ili neobnovljivih resursa. Iako je razmatrana mogućnost redukovanja poreskih stopa za pojedine energetski intenzivne sektore u cilju zaštite međunarodne konkurentnosti, predlog je naišao na žestoko protivljenje proizvođača energenata i sektora teške industrije, koji su inače i najveći emiteri CO_2.

[1258] Statistics in Focus: "Environment and Energy", No. 8-9/2003, str. 6.

7. DEO

BERZANSKI MENADŽMENT

Nizašta se ne zalažem. Ništa ne predlažem. Ja samo izlažem.
Ogist Kont

Pokušaće da novac drži na dovoljnom
rastojanju od političara,
kažu upućeni, jer ništa nije rizičnije nego kad se
političari domognu novca. Prebrzo ga potroše.
Pol Volker

GLAVA PRVA

TRŽIŠTE NOVCA I KRATKOROČNIH HARTIJA OD VREDNOSTI

1. PRIMARNO I SEKUNDARNO TRŽIŠTE NOVCA

Tržište novca kao segment finansijskog tržišta predstavlja visoko specijalizovani oblik operacija kupovine i prodaje novca, ostalih likvidnih sredstava i kratkoročnih hartija od vrednosti. Tržište novca u sebi sadrži:

1. Trgovanje novcem i kratkoročnim hartijama od vrednosti,
2. Institucije i organizacije koje osiguravaju kratkoročna sredstva (depozite), odnosno kratkoročne kredite (komercijalne banke, depozitne banke, berze za kratkoročne hartije od vrednosti, eskontne ili diskontne organizacije, akceptno - kreditne institucije i dr.),
3. Instrumenti tržišta novca.

U širem smislu u tržište novca se često uključuje i devizno tržište (kupovina i prodaja deviza i valuta). Tržište novca kao deo finansijskog tržišta ima značajnu ulogu u vođenju poslovne politike preduzeća, banaka i drugih finansijskih organizacija. Bez tržišta novca centralna banka ne bi mogla da sprovodi monetarno-kreditnu politiku. Tržište novca omogućava uspešno regulisanje odnosa ponude i tražnje novca i kratkoročnih hartija od vrednosti, održavanje optimalne likvidnosti svih subjekata i banaka, brža cirkulacija finansijskih sredstava, ostvarivanje ciljeva monetarne i devizne politike, uspešno provodenje kreditne politike banaka, funkcionisanje javnog duga i politika kreditiranja države, odvijanje bez teškoća i zastoja društvene reprodukcije (bar što se tiče novca). Tome se može dodati i ostvarivanje optimalne stope privrednog rasta i stabilnosti ponude.

Tržište novca omogućava da ukupan bankarski sistem (centralna banka i poslovne banke) deluju na ponudu i tražnju novca - ukupnu i po sektorima, oblike novca, brzinu plaćanja i dr. Time monetarna politika i centralna banka mogu da osiguravaju dinamičan i stabilan ekonomski rast, uz zadržavanje stabilnosti novca i likvidnosti privrede. Regulišući ponudu i tražnju novca, kao i cenu novca (kamatu) centralna banka u osnovi reguliše konjunkturu. Tržište novca omogućava bankama da vrše permanentnu transformaciju kratkoročnih novčanih sredstava u investiciona sredstva (dugoročne plasmane), a to znači da se stvara dodajni bankarski kapital (izvan štednje), čime se uspostavlja direktna veza tržišta novca i tržišta kapitala.

Novčano tržište je izloženo velikim oscilacijama. Tako se može javiti: nelikvidnost, restrikcija, kontrakcija, nestabilnost, uznemirenost, napetost, bloka-

de i sl. To su negativne pojave. Suprotno tome postoje i pozitivne pojave, kao: optimalna likvidnost, ekspanzije, stabilnost, elastičnost, smirenost i dr. Tržište novca direktno utiče na sve finansijske i realne tokove u privredi i bankarskom (finansijskom) sistemu, ali i ovi delovi privrede direktno utiču na razvoj i značaj novčanog tržišta. Tržište novca i mogućnosti njegovog razvoja zavisi od sledećih faktora:

1. Nivo društveno - ekonomskog razvoja,
2. Razvoja finansijskog sistema,
3. Razvoja i "kvaliteta" bankarskog sistema,
4. Tradicije u razvoju i funkcionisanju tržišta novca,
5. Uloge i samostalnosti centralne banke,
6. Razvijenosti institucija i instrumenata tržišta novca,
7. Značaja i uloge kamatne stope,
8. Finansijske i ekonomske otvorenosti nacionalne privrede,
9. Stabilnosti privrede i nacionalne novčane jedinice,
10. Stepena restriktivnosti monetarne politike,
11. Razvoja i vrsta kratkoročnih hartija od vrednosti,
12. Pravne države i poštovanja zakonitosti i dr.

Uz navedene faktore može se dodati i stanje bilansa plaćanja, učešće centralne banke na tržištu novca, stepen zaduženosti nacionalne privrede, uloge i visine kredita banaka i stepen zaduženosti preduzeća prema bankama, stanje depozita kod banaka i dr. Na tržištu novca se vrše bankarske operacije dnevnim i terminskim novcem. Isto kao operacije se vrše na primarnom i sekundamom tržištu kratkoročnih hartija od vrednosti.

Na dnevnom i terminskom tržištu novca javljaju se poslovne banke i centralna banka preko svojih dilera. Na ovom tržištu se javljaju dileri koji traže novac i dileri koji u ime banaka nude viškove novca. Posebnu funkciju na tržištu novca ima centralna banka. Ona određenim instrumentima monetarno - kreditne politike utiče a ponudu i tražnju novca i kratkoročnih hartija od vrednosti, čime direktno utiče na likvidnost bankarskog sistema i privrede u celini. Kupovinom i prodajom obveznica centralne banke vrši se povećanje ili smanjenje mase novca u opticaju upravo preko tržišta novca. Efikasnost delovanja centralne banke na tržištu novca i u monetarnoj hartija od vrednosti,

1. Stepena razvijenosti tržišta novca i kratkoročnih hartija od vrednosti,
2. Stepena monetarnog suvereniteta centralne banke,
3. Stepena saradnje centralne i poslovnih banaka,
4. Visine zavisnosti poslovnih banaka od sredstava centralne banke.

Kao što smo videli na tržištu novca se trguje dnevnim i terminskim novcem i kratkoročnim hartijama od vrednosti. Kod trgovine hartijama od vrednosti javlja se primarno i sekundarno tržište novca i hartija od vrednosti. Na primarnom tržištu hartija od vrednosti pored centralne banke i poslovnih banaka učestvuju i druge finansijske organizacije specijalizovane za poslovanje sa harti-

jama od vrednosti. Na ovom tržištu se vrši prva emisija i prodaja kratkoročnih hartija od vrednosti. Na ovom tržištu se vrši prva emisija i prodaja kratkoročnih hartija od vrednosti. Hartije od vrednosti mogu imati javno - pravni i privatno - pravni karakter. Javno pravni karakter imaju: državne obveznice, blagajnički zapisi centralne banke, obveznice poslovnih banaka i sl. Kupovina i prodaja ovih hartija od vrednosti, videli smo, može se vršiti direktno i indirektno. Kod direktnog metoda uspostavlja se neposredan odnos centralne i poslovnih banaka - kao prodavca i kupaca. Ovaj metod je jeftiniji (bez posrednika), međutim, isključuje celi niz mogućih (potencijalnih) učesnika na tržištu novca i hartija od vrednosti. Kupovina i prodaja kratkoročnih hartija od vrednosti može se vršiti putem aukcija i licitacije. Raspisivanjem prodaje centralna banka dobija ponude od poslovnih banaka i drugih učesnika na tržištu novca - sa visinom i drugim uslovima kupovine. Prednost imaju banke koje ponude najpovoljnije uslove. Obično se kupcima da je potvrda za deponovanje hartija od vrednosti kod centralne banke, dok se hartije od vrednosti nalaze u trezoru centralne banke, na zahtev kupca centralna banka mora mu staviti na raspolaganje kupljene hartije od vrednosti. Na sekundarnom tržištu kratkoročnih hartija od vrednosti vrši se dalja kupovina ili prodaja ranije emitovanih hartija od vrednosti. Na sekundamom tržištu može se svaka hartija od vrednosti u svakom trenutku prodati i pre isteka roka dospeća i pretvoriti u gotov novac.

2. NOMINALNA I TRŽIŠNA CENA NOVCA

Ponuda na sekundarnom tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti formira se od strane svih vlasnika ovih efekata koji žele da ostvare određena prava koja proizilaze iz vlasništva nad njima.[1259] Tražnju formiraju privredni i finansijski subjekti koji raspolažu dohodnim novčanim sredstvima koja žele angažovati u vidu plasmana novca u kratkoročne hartije od vrednosti. Obično se radi o višoj kamati u odnosu na kamatu koju bi dobili kada bi ova sredstva deponovala (oročila) u bankama uz određenu kamatu. Cena kratkoročnih hartija od vrednosti na tržištu može imati dva oblika:

1. Nominalna cena ili nominalna vrednost, koja predstavlja iznos upisan na blanketu hartije od vrednosti,

[1259] Na ponudu i tražnju na tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti deluje veliki broj faktora. Da navedemo samo najvažnije: 1) Povećanje ili smanjenje eskontne stope, odnosono drugih stopa centralne banke, 2) Povećanje ili smanjenje reeskontnog ili relombardnog kredita, 3) Prodaja ili kupovina hartije od vrednosti centralne banke, 4) Povećanje ili sniženje stope obavezne rezerve, 5) Smanjenje kredita centralne banke državi, 6) Primene u platnom bilansu, 7) Devizni priliv ili odliv i promena deviznih rezervi, 8) Visina gotovinskog prometa, 9) Visina budžetskih sredstava, 10) Tezauracija novca, 11) Veća ili manja Stabilnost novca (inflacija), 12) Nova emisija hartija od vrednosti na novčanom tržištu, 13) Psihološki faktori (očekivanja) i dr. Svaki subjekt na tržištu novca mora promptno i vrlo ažurno sagledavati ove oscilacije na tržištu pre sega zbog donošenja optimalnih poslovnih odluka.

2. Kupoprodajna cena, koja se formira na tržištu.

Nominalna cena je novčani iznos koji vlasnik može da naplati istekom roka dospeća, od subjekta koji je emitovao ovu hartiju od vrednosti. To je hartija od vrednosti (cena) sa kamatnim prinosom. Kupoprodajna (tržišna) cena se formira na tržištu u zavisnosti od ponude i tražnje, kada se od nominalne cene odbiju troškovi kupoprodaje, odnosno posrednička provizija. Ova cena se često zove i emisioni kurs. Ona se formira na sekundarnom tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti. Cena se formira svakog dana na tržištu. Često se naziva i berzanski kurs. Berzanski kurs se formira u zavisnosti od: ponude i tražnje hartija od vrednosti, visine kamatne stope, visine troškova bankarske provizije, visine diskonta od dana kupovine do dana dospeća hartije od vrednosti.

GLAVA DRUGA

ORGANIZACIJA I SUBJEKTI TRŽIŠTA NOVCA

U modernim privrednim sistemima pojavljuju se tri osnovna oblika organizacije tržišta novca. To su:

1. Institucionalizovano tržište novca kojeg predstavlja posebna posrednička finansijska institucija koja se pojavljuje pod različitim nazivima ("tržište novca", "berza novca" i sl.)
2. Neinstitucionalizovano tržište novca,
3. Tržište novca koje se pojavljuje kao kombinacija se deluje na cenu upotrebe novca (mešavina) institucionalizovanih (legalnih) i neinstirucionalizovanih (ilegalnih) oblika trgovanja likvidnim novčanim sredstvima.

1. INSTITUCIONALIZOVANO TRŽIŠTE NOVCA

Institucionalizovano tržište novca, kojeg predstavlja neka posrednička i specijalizovana institucija, je centralizovano i legalno tržište na kojem su ponuda i tražnja novca koncentrisane na jednom mesta i u isto vreme. To olakšava i ubrzava proces trgovanja i formiranja kamatne stope kao cene upotrebe tuđeg posuđenog novca. To je glavna prednost institacionalizovanog tržišta novca. To je posrednička institucija koja po nalogu svojih članova (komitenata) izvršava poslove trgovanja novcem kao prometnim i platežnim sredstvom. Ovde postoji visok stepen poverenja između poslovnih partnera, tako da se poslovi zaključuju i preko telefona i sl. Nedostaci ovog oblika tržista novca su u tome što ono obično ne okuplja sve privredne subjekte koji imaju viškove i manjkove likvidnih sredstava. Na njemu obično ne postoji konkurencija na strani ponude i potražnje, već se formiraju razna stanja nepotpune konkurencije (monopol, duopol, monopson, duopson, itd.).

Učesnici konkurentne tržišne strukture ne mogu pojedinačno delovati na visinu kamatne stope, kao cene upotrebe novca, dok učesnici nekonkurentnih tržišnih stanja mogu svojim odlukama delovati na visinu kamatne stope i na obim trgovine likvidnim sredstvima. Ovaj oblik tržišta novca obično se pojavljuje na početku prelaza pojedinih država i njihovih privrednih sistema na tržišni način regulacije privrednih aktivnosti, tj. u vremenu kada se instrumenti tržišta novca (obveznice, akcije, blagajnički zapisi itd.) tek formiraju i uvode u finansijsko poslovanje, odnosno finansijsko tržište. Institacionalizovano novčano tržište kao posebna posrednička finansijska organizacija radi u svoje ime a za račun svojih komitenata sve transakcije na tržištu novca. Ono izvršava naloge svojih komite-

nata preko dilera koji vrše sve transakcije na ovom tržišta. Prednost ovako organizovanog institacionalizovanog novčanog tržišta je u tome što se omogućava koncentracija ponude i tražnje novčanih sredstava u isto vreme. Na taj način se efikasnije i realnije određuje kamatna stopa na ovom tržišta.

Poslovne banke su osnovni subjekti na ovakvom tržištu novca. One prijavljuju trenutne viškove novca dok druge formiraju tražnju. U zavisnosti od likvidnosti banaka i osnovne orijentacije monetarne politike (restriktivna ili ekspanzivna) na tržištu se nekada javlja manjak ponude u odnosu na tražnju novca, a nekada višak ponude u odnosu na efektivnu tražnju. U zavisnosti od toga formira se i kamatna stopa. Međutim, pošto su oscilacije ponude i tražnje velike i gotovo svakodnevne, to oscilacije kamate ne prate takva kretanja, jer centralna banka se često javlja u ulozi intervarijanta - koja svojom ponudom i tražnjom novca i kratkoročnih hartija od vrednosti popunjava manjak, odnosno odvodi višak ponude novca. Često se događa kod nas da veliki deo tražnje novca ostane nezadovoljen.

2. NEINSTITUCIONALIZOVANO TRŽIŠTE NOVCA

Neinstitucionalizovano tržište novca često se naziva slobodno ili otvoreno tržište novca, jer na njemu se pojavljuju i jedan drugog traže, po neformalnim pravilima, svi privredni subjekti koji žele trgovati novčanim likvidnim sredstvima. Na njemu se pojavljuje veći stepen konkurencije koji, obično, smanjuje tržišnu kamatnu stopu, ali se, pri tom, gube pozitivne strane institucionalizovanog tržišta. Na neinstitucionalizovanom tržištu novca pojavljuju se mnogo veće špekulacije i manipulacije sa formiranjem i menjanjem poslovnih očekivanja o kretanju kamatne stope, stope inflacije, deviznog kursa i profitne stope. Neinstitucionalizovano tržište novca i deviza širi se obično u kriznim situacijama i u vremenu privredno - političke nestabilnosti. (U vremenu krize i raspada naše države pojedinci i firme koje su se bavile trgovinom novcem svoju delatnost su često prikazivali ulepšanim terminima i zvučnim nazivom - finansijski inženjering, i sl.). Monetarne vlasti teško mogu kontrolisati ovo tržište, te ga administrativnim i zakonskim merama ograničavaju ili eliminišu, naročito u pokušajima brzog stabilizovanja privrednih kretanja.

3. MEŠOVITI OBLICI TRŽIŠTA NOVCA

Mešoviti oblik tržišta novca pojavljuje se, od sedamdesetih godina, u mnogim razvijenim zemljama, a u bivšim socijalističkim zemljama mešoviti oblici finansijskih tržišta pojavljuju se od kraja osamdesetih i na početku devedesetih godina. Institucionalizovano tržište novca je obično tzv. mlado tržište novca koje

se pojavljuje u nerazvijenim i nestabilnim privredama, te u zemljama koje pokušavaju ostvariti prelaz od etatističkog ili samoupravnog ka tržišnom načinu regulisanja privrede. U razvijenim i stabilnim privredama i državama tržište deviza i tržište kapitala su institucionalizovani, a tržište novca nije strogo institucionalizovano i centralizovano.

4. UČESNICI NA TRŽIŠTU NOVCA

Učesnici institucionalizovanog tržišta novca, koji se pojavljuju na strani ponude ili na strani potražnje novca, utvrđuju se zakonima pojedinih zemalja i normativnim aktima posredničke finansijske institucije koje otelovljuje tržište novca. Institucionalizovano tržište novca je obično "zatvoreno" tržište koje je ograničeno na nekoliko najznačajnijih učesnika čije su prava i obaveze normativno utvrdeni. Glavni učesnici na takvom tržištu novca su:

- Centralna banka,
- Poslovne banke kao osnovni učesnici i subjekti trgovine novcem,
- Specijalizovane posredničke finansijske organizacije koja je ovlaštena za takve poslove.

Broj članova berze novca, njihova prava i obaveze te način trgovanja regulisan je detaljno statutom ili sličnim normativnim aktom. Svi ostali privredni subjekti koji imaju viškove ili manjkove likvidnih novčanih sredstava, a nisu članovi novčane berze, mogu svoje potrebe zadovoljavati preko službenih članova berze i specijalizovanih posrednika koji rade za njihov račun.

4.1. Centralna (emisiona) banka na tržištu novca

Svaki od navedenih tipičnih učesnika tržišta novca ima posebnu ulogu i moć kojom raspolaže. Centralna banka je najvažniji učesnik na tržištu novca. Takav njen položaj na tržištu novca proizilazi iz položaja i zadataka te banke u monetarnom i privrednom sistemu.Centralna banka u svakoj državi ima funkciju "banke banaka". Ona je autonomna i samostalna u vođenju monetarne politike i regulisanju tržišta novca pomoću instrumenata koji joj stoje na raspolaganju (eskontne stope, stope obaveznih rezervi itd.).

Parametri i "pravila ponašanja" koje formira centralna banku, a obavezni su za ostale učesnike koji svoje ponašanje prilagođavaju politici centralne banke. Značajne odluke centralne banke koje se na tržištu novca izražavaju kao uslovi i "okviri" poslovanja, jesu sledeće:

1. Odluke o visini eskontne i diskontne stope čime se deluje na cenu upotrebe novca,
2. Odluke o povećanju ili smanjenju novčanih kontingenata čime se deluje na obim ponude novca,

3. Odluke o povećanju ili smanjenju obaveznih rezervi (koje poslovne banke moraju držati kod centralne banke) čime se deluje na obim potražnje novca,
4. Odluke o kupovini ili prodaji državnih obveznica i blagajničkih zapisa čime se deluje na obim javnog duga i na količinu novca u opticaju.

Sve navedene odluke centralna banka donosi u skladu sa ciljevima ekonomske politike, koristeći pri tome poznate instrumente monetarne i fiskalne politike. Centralna banka je zapravo, glavni regulator i kontrolor zbivanja na tržištu novca. Kretanje ponude i tražnje na berzi novca pokazuje unutrašnje stanje u ekonomiji neke zemlje, a tržište novca se pojavljuje kao institucija preko koje centralna banka ostvaraje osnovne ciljeve monetarne politike. Promene eskontne ili diskontne stope, promene stope obavezne rezerve, odluke o visini kredita državi (za pokriće budžetskog deficita i sl.), promene rediskontnog kontingenta, odluke o veličini i uslovima dobijanja kredita - sve te i slične odluke centralne banke imaju direktan odraz na kretanje ponude i potražnje novca.

4.2. Poslovne banke na tržištu novca

Poslovne banke se pojavljuju kao drugi tipični učesnik na tržištu novca. One se mogu pojavljivati kako na strani ponude, tako i nastrani tražnje novca, što zavisi od njihove poslovne situacije, njihovih poslovnih očekivanja i njihove poslovne politike. Jedna poslovna banka, kao učesnik tržišta novca, ulazi u poslovne odnose sa centralnom bankom ili sa drugim poslovnim bankama. Pored toga, poslovna banka može obavljati trgovinu novcem i za privredne subjekte koji nisu članovi institucionalizovanog tržišta novca. U tom slučaju ona te poslove prikazuje i obavlja kao poslove koje obavlja u svoje ime i za svoj račun, snoseći svu odgovornost i rizik. Za takve usluge banke naplaćuju proviziju. Dok poslovne banke na tržištu novca obavljaju poslove u ime svojih komitenata iz privrede, centralna banka obavlja poslove za državu, odnosno za vladu i njene institucije.

Da bi stekla status učesnika (subjekta) na tržištu novca poslovna banka treba ispuniti određene preduslove koji su formulisani u zakonima, uredbama i normativnim aktima berze novca. Najčešći preduslovi su sledeći:

1. Mora biti samostalna finansijska institucija osnovana po zakonu o bankama i mora imati svojstvo pravnog lica,
2. Mora imati svoj žiro račun odnosno konto čije stanje svakog momenta može biti poznato centralnoj banci,
3. Mora biti u poslovnom odnosu sa centralnom bankom na području izdvajanja i držanja obaveznih rezervi i drugih instrumenata kreditno - monetarne i devizne politike,
4. Mora imati posebni organizacioni deo, tj. službu koja je u kadrovskom, stračnom i tehničkom smislu osposobljena za obavljanje poslova na tržištu novca.

4.3. Specijalizovane finansijske institucije na tržištu novca

Specijalizovane i ovlašćene posredničke finansijske organizacije pojavljuju se kao treći tipičan učesnik tržišta novca u raznim zemljama. Na institucionalizovanom tržištu novca ne može učestvovati svaka posrednička finansijska organizacija, već samo ona koja je za taj posao dobila odobrenje od nadležne institucije, najčešće od centralne banke koja kontroliše tržište novca. Posredničke organizacije ili pojedini stručnjaci u funkciji posrednika povezuju poslovne banke, s jedne strane, te preduzeća i građane koji imaju viškove ili manjkove gotovinskih salda, s druge strane. Razlikujemo dve osnovne grupe posrednika na tržištu novca:

Prvu grupu čine posrednici koji novčane transakcije obavljaju u svoje ime i za svoj račun. Oni imaju i u tu svrhu koriste velika novčana sredstva i vrednosne papire. Tu spadaju diskontne i eskontne finansijske organizacije, razni fondovi i niz drugih posredničkih finansijskih organizacija. Ove organizacije obavljaju trgovinu likvidnim sredstvima, zatim poslove eskontnih i lombardnih kredita i slično. Predstavnici ovih posredničkih organizacija na tržištu novca nazivaju se dealeri (dileri).

Drugu grupu čine posredničke finansijske organizacije koje poslove na tržištu novca obavljaju u tuđe ime i za tuđi račun. Njihov zadatak je da prikupljaju informacije o stanju tržišta novca te da dovode u vezu kupca i prodavca novčanih sredstava i vrednosnih papira. Brokeri obično ne sklapaju ugovore i ne snose odgovornost za neizvršavanje ugovora. Oni samo povezuju kupce i prodavce i za to naplaćuju određenu proviziju od kupca i prodavca.

Posredničke finansijske organizacije koje žele poslovati na organizovanom (službenom) tržištu novca moraju ispuniti sve preduslove koji su utvrđeni zakonom, uredbama centralne banke i statutom berze novca. Organizacija i upravljanje novčane berze, koja predstavlja organizovano tržište novca, slični su organizaciji i upravljanju koje nalazimo kod ostalih tipova berzi. Pojedine berze u pojedinim državama mogu imati neke posebne osobine koje uglavnom ne narušavaju organizaciono - upravljačku struktura koja se javlja kod svih javnih berzi.

Najviši organ berze novca je skupština članova berze. Ona bira upravni i nadzorni odbor berze. Upravni odbor je najvažnije operativno telo koje rukovodi poslovanjem, propisuje poslovni red, donosi propise berzanskog poslovanja, upravlja imovinom, imenuje članove pojedinih odbora, prikuplja i raspoređuje prihode, donosi končane odluke o konotacijama itd. Nadzomi odbor obično kontroliše zakonitost poslovanja i poštovanje berzanskih pravila i poslovnog morala. Upravnim odborom rakovodi direktor berze, a stračne službe se brinu o brzom i svakodnevnom obavljanju administrativnih i stračnih poslova. Prava i dužnosti pojedinih organa berze novca obično se precizno utvrđuju statutom ili drugim normativnim aktom koji donosi skupština berze.

GLAVA TREĆA

INSTRUMENTI TRŽIŠTA NOVCA

1. HARTIJE OD VREDNOSTI NA TRŽIŠTU NOVCA

Na tržištu novca nalaze se hartije od vrednosti emitovane od strane centralne banke ili drugih subjekata koji su dobili saglasnost od nje da mogu biti na tom tržištu predmet kupovine i prodaje. Ona se pri tome često drži stava da li je neka hartija od vrednosti podesna za eskont ili reeskont odnosno operacije na "otvorenom tržištu" ("open Market Policy"). Na tržištu novca u razvijenim privredama koriste se mnogobrojni instrumenti trgovine novcem i kratkoročnim hartijama od vrednosti. Najznačajniji instrumenti su:

1. Međubankarska kupoprodaja novca,
2. Kratkoročne hartije od vrednosti, gde spadaju:
   a. Državne obveznice (tresory bonds),
   b. Obveznice centralne banke,
   c. Blagajnički zapisi centralne banke,
   d. Državni blagajnički zapisi (tresory bilds),
   e. Komercijalni zapisi,
   f. Bankarska potvrda o depozitu (depozitni certifikat),
   g. Bankarski akcepti,
   h. Komercijalni bonovi.
3. Međubankarska trgovina viškovima obaveznih rezervi.

U zemljama bivšeg socijalističkog sistema, koje ponovo teže obnovi tržišnog sistema i finansijskog tržišta institucionalizovano tržište novca sada se tek formira i postepeno uključuje u finansijski sistem. Istražuju se vrednosni papiri, tržište novca, tržište kapitala i upotreba njihovih instrumenata u novim privrednim uslovima. Ne koriste se svi, već samo neki instrumenti tržišta novca. Tako, na primer, na tržištu novca najčešće se koriste međubankarske kupoprodaje novca (radi osiguranja likvidnosti banaka) i blagajnički zapisi. Retke su i sporadične upotrebe ostalih instrumenata na tzv. sekundarnom tržištu vrednosnih papira. Ovde opisujemo osobine, sadržaj i funkcije instrumenata tržišta novca koji se koriste u razvijenim privredama a upotrebljavaće se, verajemo, sve više u novoj fazi kapitalskog razvoja na Istoku.[1260] Razmatramo, dakle, samo kratkoročne vrednosne papire i druge instrumente pomoću kojih se trguje funkcijom novca kao

[1260] O vrednosnim papirima i tržištu novca pojavila se, poslednjih godina, zanimljiva i vredna literatura. Vidi: Stignum M.: The Money Market, Third Edition. Dow Jones - Irving. Homewood. Ulinois. 1990.; Kidwell D.S. and Peterson R.: Financial Instutions, Markets and Money, I, II, The Druden Press. San Francisco, 1990.

prometnog i platežnog sredstva. Ostale vrednosne papire (dugoročne državne obveznice, akcije i sl.) pomoću kojih se trguje funkcijom novca kao kapitala (oblika čuvanja imovine) i funkcijom novca kao kapitala, ovde ne razmatramo, jer to spada u problematiku tržišta kapitala.

2. MEĐUBANKARSKA KUPOPRODAJA NOVCA

U poslovnim bankama svakodnevno se pojavljuju viškovi i manjkovi na saldu njihovog dnevnog poslovanja. Svaka od njih nastoji da osigura svoju dnevnu likvidnost i likvidnost u određenom vremenskom terminu. Novac koji se pozajmljuje (na organizovanom ili neorganizovanom tržištu novca) radi osiguranja svakodnevne likvidnosti banaka i drugih finansijskih institucija obično se naziva dnevni novac ili noćni novac, jer se najčešće posuduje preko noći. Novac koji se posuđuje radi osiguranja likvidnosti u određenom vremenskom terminu (od jednog do tri meseca, a najduže do godinu dana) nazivamo terminski novac. S tim u vezi možemo razlikovati poslove, odnosno kupoprodaje dnevnog novca i poslove, odnosno kupoprodaje terminskog novca.

Pod dnevnim žiralnim novcem, koji je predmet trgovanja na tržištu novca, podrazumevamo višak potraživanja, odnosno trenutni višak likvidnih sredstava koje poslovna banka, kao učesnik tržišta novca, ponudi drugim bankama. Takav novac se nudi i traži obično na rok od jednog dana ili na 24 sata od trenutka kada je zajmoprimac dobio traženi novac na svoj račun. Pored toga, dnevni viškovi likvidnih novčanih sredstava posuđuju se i uzimaju i na druge rokove koji obično nisu duži od 30 dana.

Poslovne banke i njihovi predstavnici na organizovanom tržištu novca obično se dobro poznaju. Između banaka, kao poslovnih partnera, često se uspostavlja visok stepen poverenja i viio brzo "prebacivanje" žiralnog novca sa jednog na drugi poslovni (žiro) račun. Informatizacija i kompjuterizacija olakšavaju bankarske poslove i poslove na tržištu novca. Dnevni viškovi žiralnog novca često se nude i pozajmljuju na osnovu telefonskog poziva ovlašćenih predstavnika. Takav način trgovanja novcem, koji se u literaturi naziva telefonski zajam (Call loans, Call money), ranije je bio najvažniji instrument na međubankarskom tržištu novca. Danas se takav oblik zajma pojavljuje samo između dobrih poslovnih partnera koji imaju visok stepen međusobnog poverenja. Sve više se šire alternativni oblici posuđivanja novca pomoću vrednosnih papira, jer kod njih postoji veća sigurnost i stabilna kamata, tj. formalizovana kupoprodaja novca.

Telefonski zajmovi su strogo kratkoročni na 1, 2, 3 dana, a ređe na 7 i duže, a najduže do 30 dana. Takve zajmove, dakle, odobravaju banke jedna drugoj ili banke brokerima i dilerima. Zajmoprimac, po pravilu, mora pristati na klauzulu da zajmodavac može tražiti povrat zajma i pre dogovorenog roka vraćanja. Ovi zajmovi se koriste, u pravilu, za dnevno održavanje likvidnosti i u slučaju značaj-

nijeg odliva depozita. Zajmodavac ove zajmove obično ne može reeskontovati kod centralne banke. Kamatna stopa na ove zajmove obično prelazi kamatnu stopu na blagajničke zapise, što stimuliše banke da daju takve zajmove. One to rade u vremenu političke i ekonomske stabilnosti, dok u vremenu nestabilnosti ni visoke kamate nisu dovoljan stimulans. Ovakvi zajmovi koriste se u stabilnim poslovnim situacijama i za rešavanje sasvim kratkoročne nelikvidnosti od nekoliko dana. U slučaju pojave veće i dugoročne nelikvidnosti ovakvi zajmovi ne rešavaju problem, već se koriste drugi instrumenti tržišta novca. Kamatna stopa na međubankarske kratkoročne zajmove zavisi od kretanja eskontne stope, od ponude i tražnje novca, ali i od stope inflacije (nestabilnosti privrede). Terminski novac predstavlja saldo potraživanja na računu banke, tj. višak likvidnih sredstava koje poslovna banka, učesnik tržišta novca, nudi na duži rok, uz određenu kamatnu stopu, na zajam drugim poslovnim bankama. Terminski novac kojim se rešavaju problemi (ne)likvidnosti najčešće se nudi i uzima na rok od jednog do tri meseca, a najduže do godinu dana. Zajmovi na kraći rok daju se uz manju, a zajmovi na duži rok daju se uz veću kamatnu stopu.

3. KRATKOROČNE HARTIJE OD VREDNOSTI

Na institucionalizovanom tržištu novca obično se ne trguje svim oblicima vrednosnih papira već samo onim vrednosnim papirima koje izdaje centralna banka ili koje centralna banka tretira kao vrednosne papire pogodne za trgovinu na tržištu novca, odnosno za ostvarivanje njene politike na zatvorenom ili otvorenom novčanom tržištu. Predmet kupoprodaje, odnosno instrument tržišta novca može postati samo onaj vrednosni papir koji se uvek može rediskontovati kod centralne banke uz određenu diskontnu stopu a da se pri tome ne tereti rediskontni kontingent kojeg je centralna banka odobrila poslovnoj banci koja traži rediskont. U ovom pristupu tržištu novca, menice komercijalnog karaktera koje poslovna banka reeskontuje kod centralne banke na teret svog rediskontnog kontingenta, ne tretiraju se kao predmeti trgovine na tržištu novca, već se tretiraju kao vrednosni papiri kojim se trguje na kreditnom, odnosno eskontnom tržištu. Ovaj instrument se koristi i kao sredstvo emisije centralne banke poslovnim bankama (reeskont hartija od vrednosti - menica). Kupoprodaja kratkoročnih vrednosnih papira na tržištu novca zbiva se, obično, između:

a) Dve poslovne banke,
b) Jedne poslovne banke i centralne bake,
c) Države i poslovne banke,
d) Države i centralne banke.
e) Države i njenih institucija.

S obzirom na subjekt koji ih izdaje (emituje) kratkoročne vrednosne papire možemo podeliti u tri grupe:

1. Državni vrednosni papiri kao što su državne obveznice, državne menice, državni blagajnički zapisi (Treasury bills, bons du tresor, Schatzwechsel);
2. Vrednosni papiri centralne banke, kao što su blagajnički zapisi;
3. Vrednosni papiri privrednih preduzeća, drugih firmi ili privatnih lica koji su akceptirani od strane ovlašćenih finansijskih institucija.

Vrste, oblici, broj i obim kupoprodaje kratkoročnih vrednosnih papira u nekoj privredi zavisi od niza faktora. Ovde se ima u vidu: osobine privrednog sistema, uloga tržišta u regulaciji privrednih procesa, uloga kamatne stope, osobine finansijskog sistema, stabilnost privrede, odnos kamatne i profitne stope, formalnopravni okviri za trgovinu vrednosnim papirima, stanje privrede i stanje poslovnih očekivanja kod raznih privrednih subjekata i slično. Svaka država koja koristi tržište novca i vrednosne papire obično svojim zakonima određuje subjekte koji mogu izdavati pojedine oblike vrednosnih papira. Jedan vrednosni papir, kao na primer blagajnički zapis, mogu izdavati različiti privredni i politički subjekti (vlada, centralna banka, poslovne banke i sl.).

4. DRŽAVNE OBVEZNICE

Državne obveznice spadaju jedan od osnovnih instrumenata kratkoročnih tržišta hartija od vrednosti. Razvijene privrede uglavnom su suočene sa budžetskim deficitom u visini od 20-30 budžetskih rashoda, odnosno do 10% društvenog proizvoda. Da bi osigurala dovoljna "realna" sredstva na finansijskom tržištu za finansiranje budžetskog deficita, država pristupa emisiji obveznica. Razlozi za emisiju obveznica su sledeći:

1. Prikupljanje novčanih sredstava za finansiranje budžetskog deficita,
2. Smanjivanje pritiska na primamu emisiju za pokriće budžetskih rashoda (redovnih i vanrednih),
3. Regulisanje (uz pomoć centralne banke) uslova na tržištu hartija od vrednosti,
4. Smanjivanje poreskog pritiska na poreske obveznike.

Državne obveznice emituje državni organ da bi preko njih mobilisao slobodna novčana sredstva svih subjekata koji imaju viškove sredstava i koji su spremni da kupe obveznice. To su uglavnom finansijske organizacije, banke, privredna i neprivredna preduzeća i fizička lica. Kupci se odlučuju za kupovinu državnih obveznica iz dva razloga:

1. Sigurnost u plasiranju svojih novčanih sredstava,
2. Profitabilnosti ulaganja (kamata je uglavnom viša u odnosu na bankarsku kamatu na depozite).

Državne obveznice se emituju obično preko Centralne banke. One imaju propisani oblik, način emitovanja, način isplate, kamatu i dr. Rok je 3, 6, 12 ili 24

meseca. Unapred je utvrđena kamatna stopa. Emisija se vrši putem aukcija ili neposrednom pogodbom. Centralna banka se javlja u ulozi posrednika u novčanim prometu.

Obveznice su tipičan zajmovni vrednosni papir (kada su kratkoročne) ili kreditni vrednosni papiri (kada su dugoročne). One predstavljaju instrument ili oblik kojim izdavalac (emitent) posuđuje novčana sredstva od kupca obveznica. Zbog toga izdavalac obveznica ima obavezu vraćanja posudenog iznosa u roku ili u rokovima koji su navedeni u obveznici, uz plaćanje odgovarajuće kamate. Obveznicu možemo definisati kao pisanu ispravu kojom se njen izdavalac (emitent) obavezuje da će u određenom roku kupcu obveznice, odnosno osobi naznačenoj u ispravi ili po njenoj naredbi ili donosiocu obveznice, isplatiti određenu svotu novca ili iznos anuitetnog kupona. Na posuđena sredstva emitent plaća kupcu određenu naknadu u obliku kamate.

Obveznice su, dakle, obligacioni vrednosni papir (jer sadrže novčano potraživanje), a mogu biti po naredbi, na ime ili na donosioca. Prava iz obveznice mogu se preneti indosamentom (ako glase na ime) ili prodajom obveznica (ako glase na donosioca). Legalni vlasnik prodaje ovaj drugi oblik obveznica i trguje s njima na tržištu novca (ako su kratkoročne) odnosno na tržištu kapitala (ako su dugoročne). Obveznice mogu (u skladu sa zakonskim propisima) izdavati mnogobrojni državno - politički i privredno - pravni subjekti. Sa stanovišta emitenta razlikujemo, dakle, razne vrste obveznica. Za funkcionisanje tržišta novca i tržišnog sistema u celini posebno su važne kratkoročne državne obveznice. Zato ćemo tu vrstu obveznica ovde detaljnije razmotriti.

Državna obveznica je obligacioni vrednosni papir kojim neka vlada (centralna, lokalna i sl.) ili neki njen ovlašćeni organ (ministarstvo finansija) posuđuje (prikuplja) slobodna novčana sredstva od građana, preduzeća i sl. i s njima finansira privremeni budžetski deficit. Vlada se obavezuje da će u određenom roku imaocu obveznice vratiti posuđeni iznos naznačen na obveznici i kamatu po određenoj ugovorenoj kamatnoj stopi. Vlade se obično brinu o tome da na vreme isplate glavnicu i kamate i da sačuvaju poverenje građana u njihove vrednosne papire. Obveznice mogu izdavati, a često ih i emituju, velike firme koje su vlasništvo države ili pod njenom kontrolom (pošta, železnica, fondovi materijalnih rezervi i slično).

Emisiju i plasman državnih obveznica obavlja, prema odluci države, obično centralna banka, a prodaje ih građanima ili drugim učesnicima tržišta novca. Kao inicijalni izdavalac i dužnik država u tom poslu preuzima obavezu da podrži sve troškove u emitovanju i prodaji njenih obveznica, a centralna banka se obavezuje da novac, dobijen prodajom obveznica dostavi državi na njen račun. Centralna banka ovde obavlja tehničku i posredničku ulogu izmedu države i ostalih subjekata na tržištu novca. Državne obveznice su veoma važan instrument finansiranja, pomoću kojeg država ostvaraje dva važna cilja. Prodajom obveznica država prikuplja slobodna novčana sredstva i s njima rešava nesklad u prilivu i

odlivu sredstava (deficit) u budžetu. Na taj način smanjuje svoje potrebe i zahteve za kreditima kod centralne banke, čime se otklanja mogućnost deficitarnog finansiranja državnog budžeta i državna "proizvodnja" inflacije.

Za građane i druge kupce državnih obveznica one predstavljaju jedan oblik dosta sigurnog ulaganja trenutnih viškova novca, a za državu obveznice predstavljaju jedan oblik kreditiranja njene aktivnosti ili jedan metod održavanja njene likvidnosti. Obaveza države kao dužnika nestaje kada ona imaocu obveznice isplati glavnicu i kamate na predvideni način - odjednom ili postepeno u određenim anuitetima.Državne i ostale obveznice mogu imati klauzule o opozivu, konverziji ili pravu kupovine drugih vrednosnih papira emitenta po fiksnoj ceni. Ako emitent zadržava pravo opoziva obveznice pre roka njenog dospeća za isplatu, tada on može obaviti otkup obveznice u visini neisplaćenog (neamortizovanog) dela glavnice zajedno s kamatama obračunatim od trenutka njihove zadnje isplate pa do trenutka opoziva. U tom slučaju govorimo o obveznicama s opozivom.

Ako obveznice daju pravo vlasniku i/ili emitentu da ih mogu konvertovati u druge vrednosne papire emitenta, tada govorimo o konvertibilnim obveznicama. Državne i slične obveznice mogu sadržavati pravo vlasnika obveznice da sa njima može kupovati i plaćati druge vrednosne papire emitenta (na primer akcije) ili robe i usluge. U tom slučaju govorimo o obveznicama s pridraženim (ili s proširenim) punomoćima. Ovakve klauzule povećavaju atraktivnost državnih obveznica i želju građana i drugih privrednih subjekata da kupuju takve, a ne neke druge obveznice. Premda po obliku obveznice (državne i ostale) jesu različite, sve one sadrže sledeće bitne elemente:

1. Oznaku da je to obveznica,
2. Naziv i sedište izdavača obveznice (emitenta),
3. Broj obveznice, mesto i datum izdavanja,
4. Naziv ili ime i prezime upisnika obveznice ili oznaku da glasi na donosioca,
5. Nominalni iznos novca na koji glasi obveznica,
6. Visinu kamatne, odnosno diskontne, stope,
7. Rok ili rokove dospeća isplate glavnice i kamata,
8. Mesto isplate,
9. Potpis ovlašćene osobe iz državnog ili drugog organa koji izdaje (emituje) obveznicu,
10. Druga prava vlasnika obveznice (kupca).

Ako isplatu obveznice garantuje neka treća institucija tada je i naziv te institucije bitan element obveznice (garancija, aval).

Državna obveznica se obično izdaje s rokom dospeća od 3, 6 ili 12 meseci (ako su kratkoročne) ili na rok od dve i više godina (ako su dugoročne). One se obično izdaju na okrugle iznose sa tekstom koji može da glasi: "Dana ..... država ..... plaća za ovu obveznicu vlasniku ..... u visini od dinara ..... Plativo kod cen-

tralne banke ... Potpis. Emisiju obveznica država obično detaljno priprema, naročito u slučaju raspisivanja javnih zajmova iz kojih se finansiraju veliki i za privredu značajni objekti (putevi, železnice, energetika itd.). Državne obveznice su, dakle, pogodno sredstvo formiranja javnog duga.

Možemo razlikovati nominalnu, emisionu i tržišnu vrednost obveznica. Nominalna vrednost je naznačena na samoj obveznici. Emisiona vrednost je zapravo cena obveznice prilikom njenog izdavanja i prvog plasmana na primamom tržištu vrednosnih papira. Ona može biti (radi stimulacije prodaje) niža od nominalne vrednosti, a retko je viša od nje. Viša je u slučaju da se izdaje uz posebno povoljnu kamatnu stopu ili uz proširena punomoćja i slično. Tržišna vrednost obveznice se formira pod uticajem ponude i potražnje na otvorenom ili zatvorenom tržištu novca. Ona je najčešće niža od nominalne vrednosti čija se isplata očekuje tek posle roka dospeća.

5. BLAGAJNIČKI ZAPISI

Blagajnički zapisi mogu biti državni ili centralne banke Državni blagajnički zapisi su obligacije kojima država ne prihvata rizik. Visoko su likvidne obzirom da se vrlo lako mogu pretvoriti u gotov novac prodajom na tržištu. Pošto imaju dosta male nominale često su vrlo podesni za kupovinu od strane velikog broja vlasnika sitnih ušteda. Profit kod blagajničkog zapisa se dobija iz razlike u ceni pri momentu emitovanja i vrednosti u vremenu dospeća. Investitor je kupuje po nominalnoj ceni, a prodaje po uvećanoj za kamatnu stopu o roku dospeća. Formiranje kamatne stope, rok dospeća, diskont i dr. su kao i kod drugih hartija od vrednosti.

Blagajnički zapisi centralne banke. Centralna banka u razvijenim privredama, sa razvijenom finansijskom strukturom, emituje svoje blagajničke zapise. To je jedan od osnovnih instrumenata preko koga centralna banka vrši operacije na otvorenom tržištu". Ovo tržište je integralni deo monetarne politike. Prodajom i kupovinom blagajničkih zapisa centralna banka preko kamatne stope na njih istovremeno reguliše potrebnu količinu novca u privredi. Postoji velika razlika između blagajničkog zapisa centralne banke i zapisa koje emituje država, odnosno poslovne banke. Država često emituje beskamatni državni blagajnički zapis da bi osigurala potrebna sredstva za pokriće budžetskog deficita. Bankarski blagajnički zapis izdaje banka na bazi deponovanih sredstava kod nje na određeni rok dospeća (od 1-12 meseci), uz određenu kamatu koja se plaća o roku dospeća. Blagajnički zapis poslovnih banaka kupuju samo nefinansijske organizacije i fizička lica. Blagajnički zapis centralne banke ima strogo formalan karakter i izdaje se na rok od 7-90 dana. Ovo je hartija od vrednosti sa malim rizikom (visok stepen sigurnosti kamata je niska).

Blagajnički zapis (Treasory...bills) je tipičan kratkoročni vrednosni papir, koji kupcima odnosno vlasnicima, uz povrat glavnice, osigurava i odredenu kamatu. Izdaju ga obično banke (centralna banka i poslovne banke), a mogu da ga izdaju i državni organi. Blagajničke zapise koje izdaju (emituju i prodaju centralne banke - kupuju poslovne banke, a blagajničke zapise koje izdaju poslovne banke -kupuju svi ostali pravni subjekti osim centralne banke. Centralna banka obično provodi postupak izdavanja blagajničkih zapisa u ime i za račun državnih organa. U tom slučaju oni služe za pokriće budžetskog deficita.

Na tržištu novca i vrednosnih papira najznačajniji su blagajnički zapisi koje izdaje centralna banka. Ona blagajničke zapise koristi kao instrumente emisije i povlačenja određene količine novca u opticaju, te kao način regulisanja ponude, tražnje i cene upotrebe novca. Kada centralna banka emituje i prodaje blagajničke zapise ona time prikuplja slobodna novčana sredstva i smanjuje količinu novca u opticaju. Sa visinom kamatne stope koju odobrava vlasnicima (kupcima) blagajničkih zapisa ona deluje na cenu upotrebe novca na tržištu novca. Kada centralna banka kupuje ili povlači blagajničke zapise ona time povećava novčanu masu, efektivnu tražnju i reguliše likvidnost bankarskog i finansijskog sistema. Pored kamata koje banke odobravaju kupcima blagajničkih zapisa one ime mogu odobravati (radi stimulacije prodaje) i druge pogodnosti, kao na primer, olakšice pri dobijanju kredita, poreske olakšice, i dr.

Blagajnički zapisi su slični kratkoročnom prikupljanju novčanih sredstava pomoću štednih knjižica koje izdaju na osnovi jedne uplate i to određene svote novca, dok se kod štednih knjižica ne ograničava broj uplata niti se određuje svota novca koju štediša treba uplatiti. Blagajnički zapis se isplaćuje odjednom u vremenu roku dospeća ili ranije uz određeni diskont, dok se na štednoj knjižici može pojaviti mnogo isplata u različitim rokovima po volji vlasnika knjižice. Štedne knjižice mogu imati svi građani, a blagajničkim zapisima trguju obično samo članovi institucionalizovanog tržišta novca. Bitni elementi blagajničkog zapisa su sledeći:

a) Oznaka da je blagajnički zapis,
b) Naziv i sedište izdavaoca (emitenta) blagajničkog zapisa,
c) Mesto i datum izdavanja,
d) Nominalni iznos i oznaku da glasi na donosioca, na ime i slično,
e) Kamatnu ili diskontu stopu,
f) Datum dospeća isplate glavnice i kamate,
g) Serijski broj,
h) Prava imaoca blagajničkog zapisa,
i) Faksimil potpisa ovlašćenog lica.

Blagajnički zapisi centralne banke izdaju se najčešće s rokom od 7 do 90 dana, i obično na “okrugle” i visoke iznose. Oni za kupce predstavljaju veoma siguran plasman slobodnih novčanih sredstava, ali u principu po najnižoj kamatnoj stopi. Tekst blagajničkog zapisa može, na primer, da glasi ovako: “Dana ....

Centralna banka .... platiće donosiocu ovog blagajničkog zapisa dolara .... slovima: ..... Isplativo u ... kod Centralne banke … Guverner". Diskontnu stopu za blagajničke zapise obično određuje Centralna banka u skladu sa njenom politikom skupog ili jevtinog novca ili u skladu sa drugim ciljevima i situacijom na tržištu novca. Blagajnički zapis koji emituje centralna banka usmeren je samo na poslovne banke preko tržišta novca i kratkoročnih hartija od vrednosti.

Mehanizam regulisanja potrebne količine novca u privredi preko kupovine i prodaje blagajničkih zapisa centralne banke dovoljno je poznat. Zbog toga ovde o tome nećemo šire raspravljati. Prodaju blagajničkih zapisa centralna banka može organizovati - kako to u novije vreme čini Narodna banka po sistemu aukcija, tj. javnih licitacija (rasprodaja) u kojim blagajničke zapise dobijaju oni kupci (banke, štedionice i drugi učesnici institucionalizovanog tržišta novca) koji ponude najpovoljnije (sa stanovišta centralne banke) uslove kupovine. Aukcija se može stvamo održati u njenim ili u drugim prostorijama, ali se (klasična) aukcija ne mora održati već se može samo "imitirati". U tom slučaju poslovi između centralne banke, kao prodavaoca blagajničkih zapisa, i drugih banaka, odnosno učesnika tržišta novca, kao kupaca, obavljaju uglavnom putem pisma, telefaksa i drugih telekomunikacijskih sredstava. Učesnike tržišta novca centralna banka obaveštava, recimo telefaksom, da objavljuje aukciju blagajničkih zapisa te da će primati ponude za njihovu kupovinu do određenog dana. Ona poziva poslovne banke i druge učesnike tržišta novca da sami slobodno ponude nominalni iznos (visinu), rok dospeća i kamatnu stopu koju nude za blagajnički zapis kojeg žele kupiti. Posle toga centralna banka bira one ponude kupovine blagajničkih zapisa koji su najpovoljniji sa njenog stanovišta.

Blagajnički zapis obično se štampa u formi vrednosnog papira i nakon kupoprodaje predaje se u ruкe kupca da ga on dalje čuva kao potvrdu o dužničko - poverilačkom odnosu i obavljenoj trgovini. Takvi blagajnički zapisi mogu se, prema dogovora kupca i prodavca, čuvati i u trezorima centralne ili neke druge banke. Zahvaljujući modernoj informatizaciji i kompjuterizaciji poslovanja, blagajnički zapis ne mora se štampati u klasičnoj formi vrednosnog papira i predavati u ruke kuca, već se njegov sadržaj (nominalni iznos, naziv kupca, naziv emitenta, rok dospeća, kamatna stopa i sl.) može samo evidentirati na računima i u poslovnim knjigama subjekata koji koriste taj instrument. U tom slučaju klasična trgovina blagajničkim zapisima pretvara se u trgovinu simbolima i pravima novčanih potraživanja.

6. KOMERCIJALNI ZAPISI

Komercijalni ili trgovački papiri (zapisi) su tipični vrednosni papiri vrednih preduzeća, kao što su blagajnički zapisi tipični vrednosni papiri bankarskih organizacija. Komercijalne papire izdaju (emituju) poljoprivredna i druga predu-

zeća radi finansiranja otkupa sezonskih poljoprivrednih i drugih proizvoda, zatim radi finansiranja sezonskih zaliha ili radi finansiranja nove proizvodnje. Komercijalni papir (zapis) je zajmovni (kreditni) vrednosni papir koji njegovom vlasniku (kupcu) garantuje povrat uloženih sredstava uz određenu kamatu u određenom roku. Na početku razvoja ovog instrumenta finansijskog tržišta, komercijalni papiri su predstavljali formalizovano obećanje (osiguranje) plaćanja cene preuzete robe. On je govorio o poslovnim odnosima samo dva privredna subjekta – prodavca i kupca. Izdavalac i obećavalac plaćanja bio je kupac robe, a korisnik tog vrednosnog papira bio je prodavalac robe. Posle emitovanja komercijalni papiri su nudeni na impersonalnom otvorenom tržištu novca. U trenutku dospeća većina komercijalnih papira već je bila u posedu banaka koje su do tada dolazile u posed tog papira na isti način na koji su dobijale menice, tj. postupkom eskontovanja.

Ovde možemo napomenuti da poslovne menice nisu predmet operacija na trzištu novca. Njih eskontuju poslovne banke koje ih opet dalje reeskontuju kod centralne banke. One dakle predstavljaju osnovu za eskontni odnosno reeskonti kredit. Zbog toga se tretiraju kao deo kreditnog sistema, a ne kao instrument tržišta novca.[1261] Sa razvojem tržišne privrede i tržišta novca komercijalni papir je promenio svoju formu i proširio svoju ulogu u finansijskom sistemu. Komercijalni papiri nisu više samo dvostrani papiri na kojima stoje imena prodavca i kupca. Oni su postali jednostrani papiri koji ne odgovaraju vrednosti pojedinačne isporuke neke robe u smislu obećanja kupca da će prodavcu u određenom roku platiti cenu preuzete robe.

Izdavaoci komercijalnih papira postali su poljoprivredna i industrijska preduzeća koja na taj način prikupljaju slobodna novčana sredstva i kupcu, odnosno donosiocu tog papira, obećavaju da će isplatiti posuđena novčana sredstva uz određenu kamatu i u određenom roku koji se obično kreće od jednog do šest meseci. Proizvođači roba koji emituju i prodaju komercijalne papire u tom vremenu će prodati svoju robu i naplatiti je od kupca. Iznos kamata koje daju kupcima njihovih komercijalnih papira oni ukalkulišu u cene svojih proizvoda, tako da pravovremeno mogu isplatiti glavnicu i kamatu. Pomoću komercijalnih papira privredna preduzeća prikupljaju slobodna novčana sredstva od građana i drugih privrednih subjekata i na taj način finansiraju svoju ekonomsku aktivnost i održavaju svoju likvidnost. Komercijalni papiri su naročito značajni za preduzeća koja imaju sezonsku proizvodnju i teškoće u održavanju likvidnosti. Bitni elementi komercijalnog zapisa su sledeći: 1) Oznaka da je to komercijalni zapis, 2) Naziv i sedište izdavaoca komercijalnog zapisa, 3) Novčani iznos na koji glasi prema zahtevu upisnika, odnosno kupca, 4) Rok na koji su sredstva upisana i rok otplate, 5) Visinu kamatne stope, 6) Mesto i datum izdavanja, te serijski i kontrolni broj, 7) Faksimil potpisa ovlašćenih osoba, te 8) Druga prava imaoca komercijalnih papira.

[1261] Vidi: Mrkušić, Žarko: Novčano tržište, "Oeconomica", Beograd, 1973. str. 41

7. BANKARSKA POTVRDA O DEPOZITU (DEPOZITNI CERTIFIKAT)

Bankarska potvrda o depozitu ili depozitni certifikat (Certificate of deposit) je tipičan vrednosni papir koji izdaje (emituje) poslovna banka. To je najmlađi instrument tržišta novca. Prvi put je emitovan od strane američkih poslovnih banaka u 1960. godini. Danas se koristi najviše na tržištu novca u SAD.

Depozitni certifikat je bankarska potvrda u kojoj banka potvrđuje da je novčani iznos, označen na certifikata, kod nje deponovan (uložen) na odredeni rok (oročeni depozit na rok od 7 dana, 3, 6, 9 ili 12 meseci), i po određenoj kamatnoj stopi. Ova potvrda obično glasi na ime ili na donosioca. Dobijaju je pravna i fizička lica koja svoja novčana sredstva oročavaju kod poslovne banke i tim oročenim depozitima žele trgovati na tržišta novca. Oročena sredstva kod banke služe dakle kao osnova za izdavanje depozitnog certifikata. Depozitni certifikat glasi na okrugle sume. Osnovni smisao depozitnog certifikata je u tome da on, kod banke (pravna ili fizička lica) na određeni rok (obično od 7 do 90 dana), omogući, na neki način, mobilizaciju (uz diskont) i upotrebu tih novčanih sredstava pre roka na koji su oročena. Jedan deo štediša koji oročavaju svoja novčana sredstva često puta želi da ih povrati i upotrebi pre roka na koji su oročena. To se postiže pomoću depozitnog certifikata koji se, kao vrednosni papir prodaje, uz odredeni diskont, na sekundarnom tržišta novca. Vlasnici oročenih depozita dobijaju mogućnost da prodajom certifikata mobiliraju svoja novčana sredstva u svako doba, ne žrtvujući kamata na svoj oročeni depozit. Na taj način smanjuje se potreba građana, odnosno ulagača (depozitara) da povlače svoje depozite nakon isteka roka oročavanja. Zadržavanjem depozita i produžavanjem roka na koji su oročeni banke dobijaju veću mogućnost davanja kredita. Prednosti su, dakle, što omogućava lako prenošenje depozita sa jednog na drugog subjekta, dovoljno visok stepen likvidnosti, ali omogućava da se vrši deponovanje depozita u bankama po višoj kamatnoj stopi, ako postoji ograničavanje kamata na depozite banaka u okvira monetarno - kreditne politike banaka. Banke imaju i izvesne troškove oko izdavanja ovih certifikata.

Depozitni certifikat, kao instrument tržišta novca, pokušava rešiti suprotnost između dve želje vlasnika novca: suprotnost između želje za likvidnošću i držanja novca kod sebe, što ne donosi nikakvu kamatu, i želje za zaradom u obliku kamata na depozite, što smanjuje njegovu likvidnost. Depozitni certifikat je neko srednje rešenje izmedu depozita - po videnju i oročenih depozita. Na depozite po viđenju, koji omogućavaju visok stepen likvidnosti, banke ne plaćaju nikakvu, ili vrlo malu kamatu. Na oročeni depozit vlasnik novca dobija veću kamatu, ali mu se smanjuje likvidnost. Depozitni certifikat i mogućnost prodaje tog papira je intermedijarni (srednji) instrument koji vlasniku novca omogućava zaradu u obliku kamate, mogućnost ranijeg povratka sredstava i održavanje viso-

kog stepena likvidnosti. Taj instrument je povoljan i za poslovne (depozitne) banke, jer privlači štednju i povećava kreditnu sposobnost banke.

U odnosu na blagajničke zapise koje izdaje Centralna banka, depozitni certifikat predstavlja alternativni instrument koji je veoma osetljiv na promene kamatne stope. Monetarna vlast može fiksirati kamatnu stopu na depozitne certifikate i na taj način, preko tog instrumenta, delovati na novčano tržiste. Centralna banka ima efikasnije instrumente za regulisanje novčane mase (platoniranje kredita, stopu obaveznih rezervi, eskontnu stopu i slično), ali joj u nekim situacijama i ovaj instrument može biti koristan. Bitni elementi depozitnog certifikata su sledeći: 1) Oznaka da je depozitni certifikat, 2) Naziv banke koja izdaje ovaj papir, 3) Mesto i datum izdavanja, 4) Nominalni iznos na koji je emitovan, 5) Rok dospeća i kamatnu stopu, 6) Oznaku da glasi na ime ili na donosioca (što olakšava cirkulaciju), 7) Druga prava vlasnika certifikata, 8) Potpis ovlašćenog lica.

8. BANKARSKI AKCEPT

Bankarski akcept (banker's acceptance) je tipičan kratkoročan vrednosni papir komercijalnog tipa koji pod odredenim uslovima, određenim od strane centralne banke, može biti predmet trgovanja na tržištu novca. Bankarski akcept predstavlja poslovnu menicu na koju je banka stavila svoj akcept, tj. potpis ovlašćenog lica i obećanje da će imaocu poslovne menice isplatiti na njoj naznačenu sumu u roku njenog dospeća. Na taj način poslovna menica dobija karakter vrednosnog papira kojim se može trgovati na tržištu novca. U protivnom, novčano tržište menicu ne prihvata kao svoj instrument. U tom slučaju poslovna menica i dalje služi kao osnova za eskontni kredit kod poslovnih banaka, odnosno kao osnova za reeskontni kredit poslovnih banaka kod centralne banke. Poslovna menica, dakle, pomoću bankarskog akcepta pretvara se u instrument novčanog tržišta.

Bankarski akcept postaje predmet trgovanja i menja vlasnika na tržištu novca sve do roka dospeća kada ga poslednji vlasnik tog papira dostavlja banci (koja ga je akceptirala) radi isplate. Poslovna banka koja prihvata (akceptira) neku poslovnu menicu tim činom procenjuje da neku poslovnu aktivnost svog komitenta može kreditirati bez angažovanja svoje pasive, odnosno iz drugih izvora novčanih sredstava, najčešće iz sredstava centralne banke. Ova dodatna sredstva banka - akceptant osigurava reeskontom meničnog akcepta kod druge poslovne banke ili kod centralne banke. Reeskont kod centralne banke može se obaviti u okvira reeskontnog kontingenta (kojeg određuje centralna banka) ili izvan njega ukoliko bankarski akcept cirkuliše kao vrednosni papir na tržištu novca.

Kao instrument osiguranja plaćanja i kao predmet trgovine na novčanom tržištu bankarski akcept se koristi u unutrašnjem trgovinskom i spoljnotrgovinskom prometu. Bankarski akcept se obično izdaje s rokom dospeća od 30 do 90

dana, ali taj rok može biti kraći i duži. On kupcu donosi kamatu koja zavisi od roka dospeća: ako je rok duži tada je i kamata veća, a određuje se prema stanju na tržištu. Ova kamata se sastoji zapravo iz dva dela: jedan deo predstavlja iznos koji prodavac mora dati kupcu na ime bankarskih troškova koje će on imati kada bude prodavao bankarski akcept, a drugi deo predstavlja čisti diskont.

Kada poslovna banka akceptira menicu i reeskontuije je kod centralne banke, ona tada dobija novčana sredstva u visini diskontovane nominalne vrednosti menice, kojim kreditira svog komitenta do roka dospeća menice. Kada dođe rok dospeća banka otkupljuje bankarski akcept od donosioca i zadužuje račun svog komitenta. Bankarski akcept koji glasi na ime može se prenositi na druga lica samo indosamentom ili cesijom. Bankarski akcept treba razlikovati od komercijalne neosigurane menice (tj. Od promisori note) koja može glasiti na ime ili na donosioca, a data je u fiksnom iznosu i na fiksan rok od 1 do 12 meseci.

Poslovna menica na koju banka dodaje svoj akcept mora imati sve bitne elemente kao i svaka druga menica. Bitni elementi akceptirane menice, odnosno bankarskog akcepta su sledeći: 1) Oznaka da je menica, 2) Neopoziva naredba da se isplati određena suma novca, 3) Ime osobe ili pravnog subjekta koji treba izvršiti plaćanje, 4) Datam plaćanja, odnosno rok dospeća obaveze plaćanja, 5) Mesto isplate, 6) Ime lica kome ili po čijoj naredbi treba da se izvrši plaćanje, 7) Datum i mesto izdavanja, 8) Potpis izdavaoca, 9) Oznaku akcepta, 10) Naziv akceptanta, 11) Datam i mesto akcepta, 12) Potpis akceptanta, 13) Oznaku i elemente trgovačke transakcije.

Bankarski akcept treba razlikovati od eskontnog kredita. Za razliku od eskontnog kredita u kojem poslovna banka daje svoja sredstva na kredit svom komitenta (trgovcu, proizvođaču i sl.), bankarskim akceptom banka ne daje svom komitenta ništa, nego samo njegov dug pretvara u vlastiti dug (prihvata ga kao svoj dug) koji će isplatiti u roku dospeća menice koju je izdao njen komitent (trgovac, kupac i sl.). Posle toga bankarski akcept kupuje se i prodaje kao vrednosni papir na tržišta novca. Kupac bankarskog akcepta ima obavezu banke da će isplatu izvršiti u predviđenom roku dospeća. Bankarski akcept postaje predmet trgovanja na novčanom tržištu i menja vlasnika sve do roka dospeća. Imalac bankarskog akcepta u vreme roka dospeća dostavlja taj papir banci koja ga je akceptirala, a ona ga otkupljuje i povlači sa tržišta novca.

9. KOMERCIJALNI ZAPIS

Komercijalni zapis predstavlja kratkoročnu hartiju od vrednosti koja se koristi od strane privrednih subjekata kao sredstvo mobilizacije finansijskih sredstava. Izdavalac zapisa se obavezuje da će isplatiti određenu kamatu istekom roka na koji glasi, ali pri tome ne praža nikakvu garanciju. Ovaj oblik hartije od vrednosti glasi na donosioca, mada može glasiti i na ime, kada se može prenositi

indosamentom. Tok na koji se uobičajeno emituje je mesec do godine dana. Emituju ga velika preduzeća, za koje se pretpostavlja da će uredno isplatiti ovaj zapis istekom roka na koji je emitovan. Komercijalni zapis se često izdaje da bi se osigurala likvidna sredstva izdavaču u uslovima sezonskih oscilacija sredstava i potreba, a često i za finansiranje određenih kratkoročnih potreba. Kupci komercijalnih zapisa su banke, druge finansijske organizacije, fondovi i preduzeća. Da ne bi došlo do zloupotreba često se prethodno traži ispitivanje boniteta i rejtinga firme koja želi da emituje komercijalne zapise.

Na tržištu novca uz hartije od vrednosti javljaju se i drugi instrumenti koji više spadaju u čisto tržište novca (kupovina i prodaja novčanih sredstava). Tu se obično nalaze:

- Kupovina i prodaja salda dnevnog novca (Call money) poslovnih banaka i terminskog novca (time deposits),
- Međubankarske prodaje tržišnih viškova,
- Novi računi kao specijalni računi poslovnih banaka koji osiguravaju kamatu i mogućnost automatskog povlačenja depozita,
- Svi aranžmani koji označavaju novi oblik utvrđivanja salda na računima komitenata banaka, a predstavljaju instrument za mobilizaciju dopunskih sredstava banaka,
- Depozitni računi na tržištu novca (Money market deposit accounts) predstavljaju novi instrument mobilisanja novca banaka. To je utvrđivanje normalnih iznosa sredstava koja treba da drži deponent da bi imao pravo na kredit. Prinos je osiguran preko prosečne kamatne stope, dok je depozit osiguran kod osiguravajućeg društva,
- Mešoviti fondovi na tržištu novca (Money market mutual fund) predstavljaju visokokvalitetne instrumente koje banke koriste za mobilizaciju slobodnih sredstava. Mobilisana sredstva se najčešće koriste za kvalitetne bankarske certifikate - kupovinu hartija od vrednosti kvalitetnih preduzeća i dr. Karakteristika je: visoka likvidnost, sigurnost, kamata, stabilnost i sl.

10. MEĐUBANKARSKA TRGOVINA VIŠKOVIMA OBAVEZNIH REZERVI

Obavezne rezerve novčanih sredstava koje poslovne banke moraju držati kod centralne banke predstavljaju jedan instrument monetarne politike kojim centralna banka reguliše proces stvaranja novca (multiplikacija) u bankarskom sistemu, novčanu masu kreditni potencijal poslovnih banaka i agregatnu novčanu tražnju. Suština ovog instrumenta je u tome da svaka poslovna banka mora određeni deo, odnosno odredeni procenat svojih depozita držati kao obaveznu rezervu na posebnom računu kod centralne banke. Maksimalna stopa obaveznih

rezervi utvrđuje se zakonom ili odlukama Centralne banke koja obično dobija pravo da menja visinu te stope u zavisnosti od stanja u privredi i ciljeva monetarne politike. Ako u privredi postoje inflacione tendencije Centralna banka povećava stopu obaveznih rezervi i na taj način smanjuje kredite i efektivnu tražnju. U krizno - deflatornoj situaciji centralna banka smanjuje stopu obaveznih rezervi i tako povećava monetarni i kreditni volumen poslovnih banaka i efektivnu tražnju za robama.

Maksimalna stopa obaveznih rezervije različita u raznim zemljama i situacijama. Obično se kreće na nivou od 20 do 30%. Ona se može odrediti diferencirano, tako da je za depozite po viđenju viša (zbog ograničavanja procesa monetarno - kreditne multiplikacije), a na dugoročne oročene depozite niža. Upotreba viškova obaveznih rezervi na tržištu novca zasniva se na spoznaji da neke poslovne banke svakodnevno imaju viškove obaveznih rezervi kod Centralne banke, dok druge istovremeno imaju manjkove, što zavisi od stanja njihovih depozita po videnju. Banke koje imaju višak obaveznih rezervi mogu taj višak, pomoću tržišta novca, dati na zajam bankama koje imaju manjak. Dovodeći u vezu ta dva subjekta finansijskog sistema radi pozajmljivanja i cirkulacije novčanih rezervi, tržište novca olakšava svakodnevno održavanje likvidnosti poslovnih banaka.

Poslovna banka koja u određenom momentu ima viškove obaveznih rezervi i procenjuje da ih može posuditi na kraći rok uz neku kamatu, izdaje čekove radi isplate tih viškova kod Centralne banke. Ovi čekovi mogu postati predmet trgova-nja na tržištu novca, jer Centralna banka ima obavezu da imaocu čeka isplati na-značeni novčani iznos u određenom roku. Cena ovih čekova formira se pod uticajem ponude i tražnje. Njenu gornju granicu obično predstavlja visina eskontne stope Centralne banke. Svaka poslovna banka može se pojaviti u ulozi zajmodavca, tj. prodavca svakog čeka kada ima viškove obaveznih rezervi, odnosno u ulozi zajmoprimca, tj. kupca čekova, kada ima manjkove u rezervnoj poziciji kod Centralne banke.[1262] Ovaj instrument novačnog tržišta koristi se u slučaju kratkoročnih dnevnih i nedeljnih) deficita i suficita u rezervnim pozicijama banaka kod Centralne banke. Ako deficit i suficit pokazuju tendenfeiju dužeg trajanja, tada se koriste altemativni instrumenti tržišta novca, kao što su blagajnički zapisi. U tom slučaju i kamatne stope na te zajmove su veće i više su pod uticajem ponude i tražnje nego pod uticajem eskontne stope.

Tržište viškova obaveznih rezervi je interbankarsko tržište. Brokerske i slične posredničke firme dovode u vezu kupce i prodavce i tako olakšavaju i ubrzavaju proces kupoprodaje vrednosnih papira. Trgovina viškovima obaveznih rezervi razvijena je naročito u SAD gde se ovo tržište naziva “federal funds market”. Naziv nema veze sa federalnim fondovima, već se odnosi na rezervna novčana sredstva poslovnih banaka kod Federalnog rezervnog sistema.

[1262] O tržištu viškova obaveznih rezervi i finansijskim institucijama i posrednicima vidi detaljnije u knjigama: Kidwell David and Petterson Richard: Financial Institutions, Markets and Money, I, str. 1-60., Mrkušić Žarko: Novčano tržište, "Economica", Beograd, 1973.

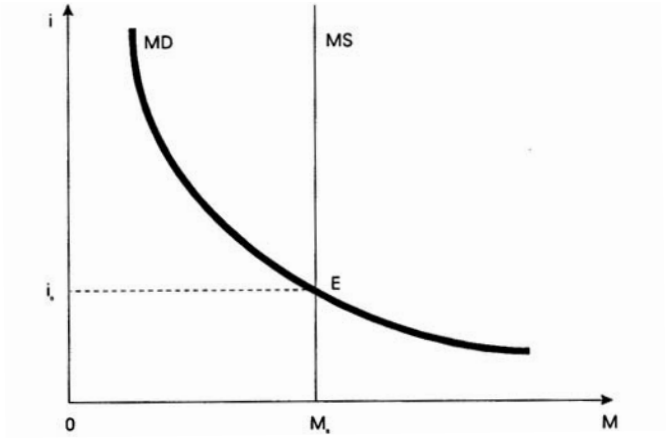
GLAVA ČETVRTA

TRŽIŠTE NOVCA I RAVNOTEŽA PONUDE I TRAŽNJE NOVCA

1. PONUDA I TRAŽNJA NOVCA

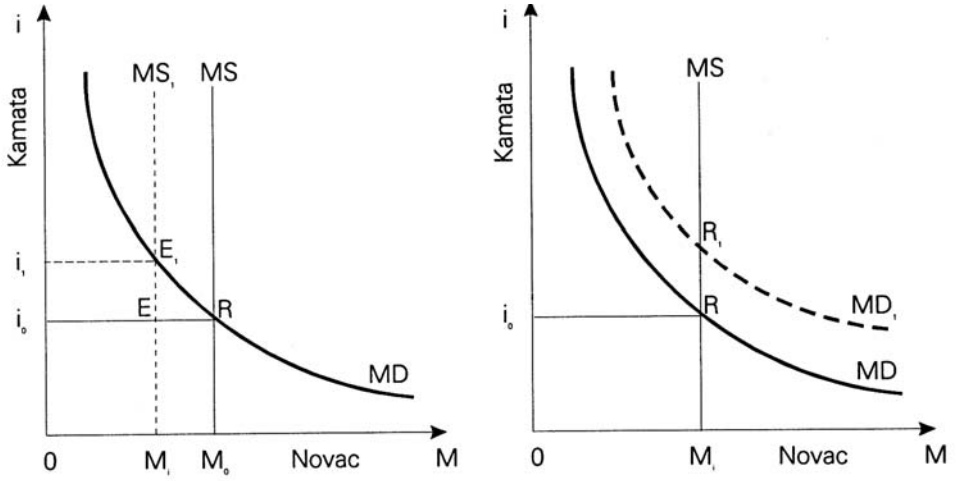
Tražnja novca, videli smo, zavisi od transakcije robama i uslugama u privredi. Država, preduzeća i stanovništvo drže novac da bi njim mogli kupovati robu, opremu, plaćati radnike, usluge i dr. što zavisi od neelastičnosti potreba i stanja na tržištu novca (ponude, tražnje, kamata, inflacije). Jedan deo tražnje novca završava kao likvidan oblik, što se odnosi na visoko likvidna sredstva kojima se osigurava stalna tekuća likvidnost. Nacionalna centralna banka i bankarski sistem osiguravaju Ponudu novca. Centralna banka svojim emisionim kanalima i instrumentima monetarne regulacije (eskontna stopa, politika otvorenog tržišta, reeskont, rezerve likvidnosti, obavezna rezerva i dr.) određuje masu primarnog i sekundarnog (depozitaog) novca, mada depozitni (sekundarni novac stvara bankarski sistem), upravljanjem rezervama Centralna banka drži pod kontrolom ukupnu ponudu novca.Ponuda (MS) i tražnja novca (MD) zajednički određuju kamatne stope.

PONUDA I TRAŽNJA NOVCA I KAMATA



Ako je ponuda novca pod kontrolom (MS) u visini M_0, tada ponuda i tražnja seku u visini tražnje novca MD (R), uz kamatnu stopu i_0. Formira se ravnoteža i kamatna stopa.

SMANJENJE PONUDE NOVCA POVEĆANJE TRAŽNJE NOVCA



Promene u monetarnoj politici banaka, uz manju ponudu novca MS_1, pri datoj tražnji (MD) odnosu smanjenjem ponude sa M_0 na M_1, uz datu kamatnu stopu (i_0) dovodi do veće tražnje novca u visini ER. Pošto korisnici pokušavaju doći do željene količine novca dolazi do rasta kamatne stope sa E na E_1 i uspostavljanja nove ravnoteže ponude i tražnje novca (slika levo). Na slici desno tražnja za novcem se povećala zbog rasta cena (inflacije), uz datu (konstantnu) proizvodnju. Veća tražnja novca dovodi do porasta tržišnih kamatnih stopa sve dok se tražena količina novca ne vrati na prethodni (ravnotežni) nivo.

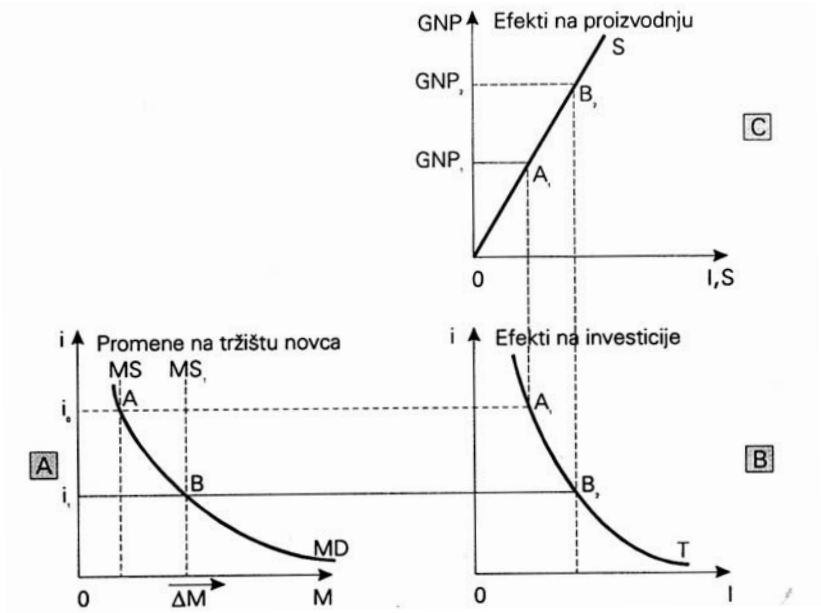
Kriva tražnje novca (MD) je opadajuća, jer uz rast kamatne stope svi subjekti drže manje novca. Iz više kamatne stope (banaka) preduzeća i stanovništvo prenosiće svoja sredstva u oblike sa većim prinosom - bežaće od novca koji im nosi nikakav ili nizak prinos. To se postiže u plasman novca u oblike koji nose veće prinose, ili kamatne stope, uz bolje usklađivanje prihoda i rashoda, ali i bolje upravljanje aktivom, pasivom i gotovinom. Često se plasman vrši u obveznice i druge finansijske instrumente koji nose veći prinos od bankarske kamate.

Kamata je cena za korišćenje novca. One se određuju na tržištu novca. To su tržišta na kojima se daju ili uzimaju kratkoročna sredstva na zajmove. Centralna banka može, zbog opasnosti od inflacije, da smanji ponudu novca (prodajom hartija od vrednosti ili povlačenjem kredita od banaka). Iz prethodne slike se vidi da kretanje krive ponude novca ulevo sa MS na MS, javlja se razlika tražnje novca u visini ER. Subjekti u privredi u tim uslovima (uz rast kamatne stope) počinju prodavati deo svojih realnih sredstava i zadržavati veće količine novca. Kamatne stope i dalje rastu dok se ne dostigne nova ravnotežna kamata u visini i1.

2. MONETARNI MEHANIZAM I TRŽIŠTE NOVCA

Monetarna aktivnost centralne banke i poslovnih banaka ima neposredne efekte na kamatne stope na tržištu novca, devizni kurs, trgovinski i budžetski deficit, proizvodnju, zaposlenost, inflaciju i gotovo svaku makroekonomsku varijablu. Na koji način novac (ponuda i tražnja novca) utiču na ove varijable. Preko modela multiplikatora moguće je ispitati ovaj uticaj izmene monetarnih uslova na ove agregatne odnose.

EFEKTI MONETARNE POLITIKE NA OSNOVNE AGREGATE[1263]



Efekti monetarne politike (u ovom slučaju ekspanzivne) mogu se objasniti na sledeći način. Na tržištu novca (A) dolazi do porasta krive ponude sa SA na SB, pri čemu kamatna stopa opada. To se događa u slučaju kada Centralna banka oceni da privredi preti recesija i pad investicija, odnosno zaposlenosti. Snižavanje kamatne stope (preko porasta ponude novca) dovodi do porasta investicija (grafikon b), jer se javlja podstrek za veću potrošnju i proizvodnju. Labavija monetarna politika time podstiče investicije, ali i sve oblike potrošnje. Niže kamatne stope će obarati i devizni kurs, čime će doći i do porasta izvoza.

Investicije[1264] su povećane sa A na B', ali njihov rast je u duhu multiplikatora manji od rasta društvenog proizvoda, koga investicije iniciraju. Rast

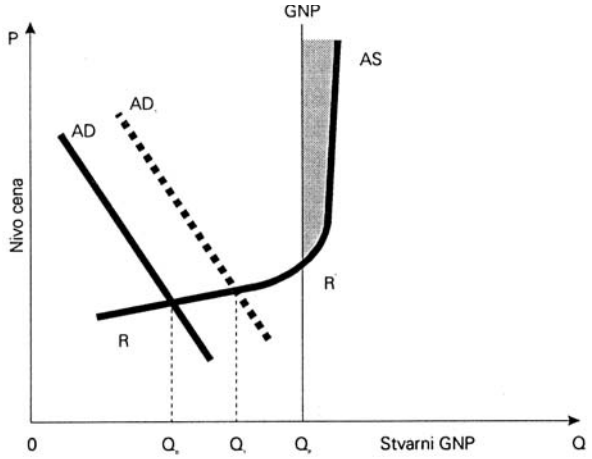
[1263] P.A. Samuelson: Economics, XIV izd. McGrow-Hill, 1994, str. 539.

društvenog proizvoda je jednak visini investicija pomnoženoj sa multiplikatorom investicija.[1265] Šta se u stvari dogodilo? Povećanje ponude novca sa A na B Dovelo je do porasta investicija sa A na B', a to je preko delovanja multiplikatora povećalo društveni proizvod sa A'na B".

3. MONETARNA POLITIKA I TRZIŠTE NOVCA

Videli smo kako povećanje ponude novca dovodi do porasta agregatne tražnje. Koristeći dalje krive agregatne tražnje i ponude može se sagledati i proces uspostavljanja makroekonomske ravnoteže.

EKSPANZIVNA MONETARNA POLITIKA



Pri tome je Qp potencijalna proizvodnja. Porast ponude novca može dovesti do porasta ulaganja i višestrukog porasta agregatne tražnje. To dovodi do pomeranja krive AD udesno. Prema modelu kejnzijanizma ovo pomeranje povećava proizvodnju, a vrlo malo cene. U novim modelima monetarni rast će pre svega povećati cene ili nominalni društveni proizvod, a vrlo malo realni proizvod (proizvodnju).[1266]

Kako monetarna ekspanzija pomera agregatnu tražnju krive AD na AD (i ukupnu ravnotežu sa R na R', to znači da će povećana ponuda novca delovati i na

---

[1264] Investicije treba shvatiti u širem smislu, jer obuhvataju i trajna potrošna dobra, stambene zgrade, automobile i dr.

[1265] Videti šire o delovanju investicija na društveni proizvod u delu u kojem razmatramo multiplikator investicija.

[1266] Kriva IS je u stvari skup medusobno povezanih tačaka koje odgovaraju uravnoteženim odnosima štednje i investicija na određenom nivou dohotka i kamatnih stopa. Ova kriva pokazuje nivo agregatne tražnje na ovim tržištima uz datu kamatnu stopu i datu visinu nacionalnog dohotka.

proizvodnju. To se odvija na sledeći način. Monetarna ekspanzija snižava kamatnu stopu, a one podstiču na nova ulaganja u investicije. Preko mehanizma multiplikacije povećava se i agregatna tražnja, a to povećava proizvodnju i cene. Ako bi privreda bila u stanju pune zaposlenosti, tada je kriva AS gotovo vertikalna. U tom slučaju monetarne promene imaju mali efekat na proizvodnju. Suprotno se događa u slučaju kada centralna banka vodi restriktivnu monetarnu politiku i smanjuje ponudu novca u opticaju.

4. RAVNOTEŽA NA NOVČANOM TRŽIŠTU

4.1. Tražnja novca – spekulativna i transakciona tražnja novca

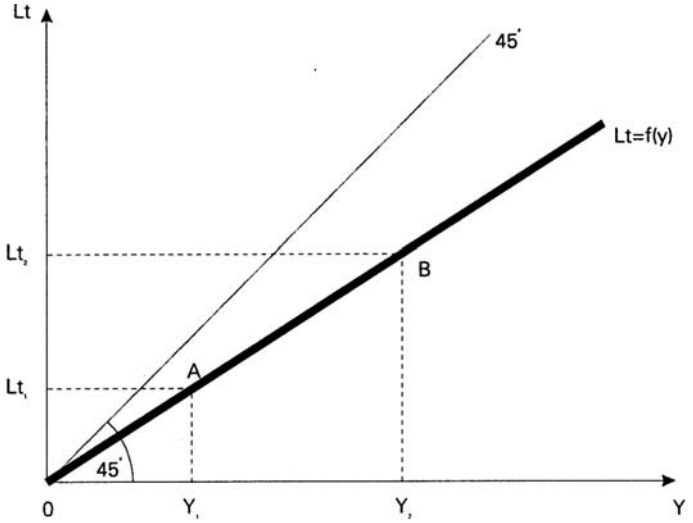
U uspostavljanju generalne ravnoteže u privredi buržoaska teorija polazi i od analize uslova ravnoteže monetarne sfere kao njenog sastavnog dela. U istraživanju uslova monetarne ravnoteže ova teorija polazi od zahteva za jednakošću ponude i tražnje novca (M = L). Prema kejnzijanskoj teoriji tražnja novca se sastoji iz transakcione tražnje novca (Lt) i spekulativne tražnje novca (La), ili tražnje novca kao imovine. Spekulativna tražnja novca je funkcija kamatne stope. Naime, osnovna determinanta spekulativne tražnje novca je kamatna stopa. Tražnja novca za transakcione svrhe pod delovanjem je stvarnih promena privredne aktivnosti i nivoa nacionalnog dohotka (Y). Prema tome imamo sledeće funkcije:

$$Lt = L\ (-)\ La = L\ (i),$$

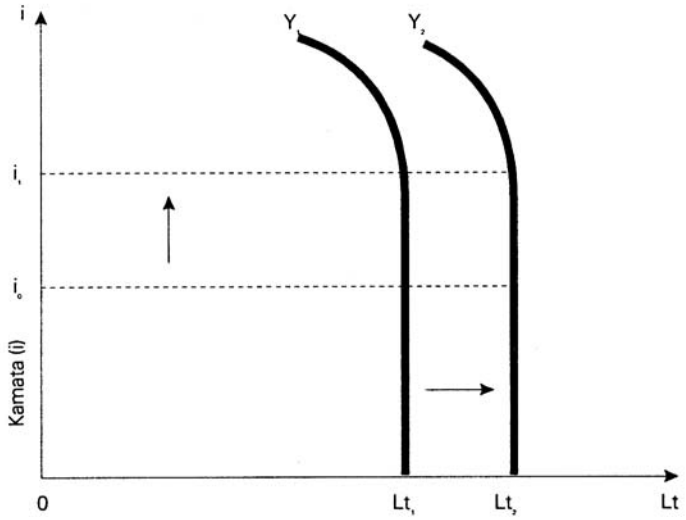
pri čemu je Lt - transakciona tražnja novca kao funkcija dohotka, a La – spekulativna tražnja novca kao funkcija kamatne stope. Tražnja transakcionog novca se povećava s porastom dohotka, a opada opadanjem dohotka. Pod pretpostavkom konstantne brzine opticaja novca udvostručenje nacionalnog dohotka zahtevaće udvostručenje nacionalnog dohotka zahtevaće udvostručenje mase transakcionog novca. Dakle, odnosna determinanta tražnje novca je ponašanje dohotka. Kriva transakcione tražnje novca obično se prikazuje na sledeći način:[1267]

[1267] Walace C. Peterson, Income, Employment and Economic Growth, w.w. Northom Comp. Inc. Toronto, 1974, str. 284 i 285.

TRANSAKCIONA TRAŽNJA NOVCA I KAMATA

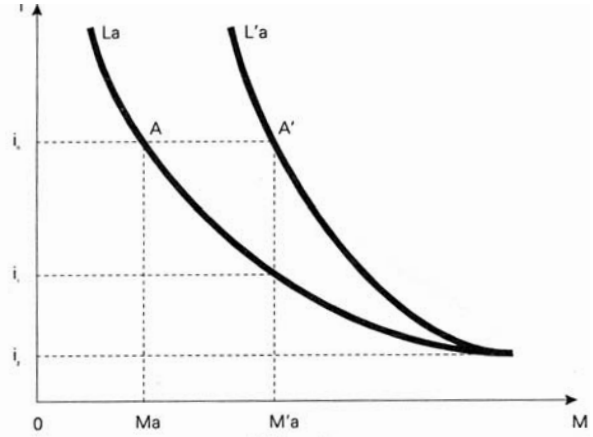


TRANSAKCIONA TRAŽNJA NOVCA



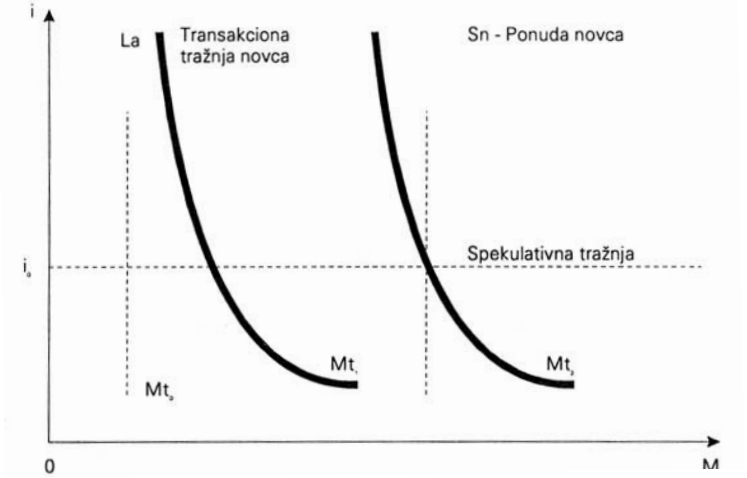
Kriva tražnje novca ima pozitivan nagib prema dohotku, dok se količina novca podešava promenama dohotka $Y_1Y_2 - Lt_1Lt_2$. Porast nacionalnog dohotka dovodi, dakle, do porasta transakcione tražnje novca, ali je taj porast ublaženiji od rasta dohotka funkcija (čiji je nagib blaži od nagiba linije 45^0. Ukoliko se u transakcionu tražnju novca uključi uz dohodak i kamata (slika desno) jasno se vidi da se povezanost pojavljuje samo na visokim nivoima kamate. Spekulativna funkcija tražnje novca, kao funkcija kamatne stope, dobija sledeći oblik:

FUNKCIJA SPEKULATIVNE TRAŽNJE NOVCA

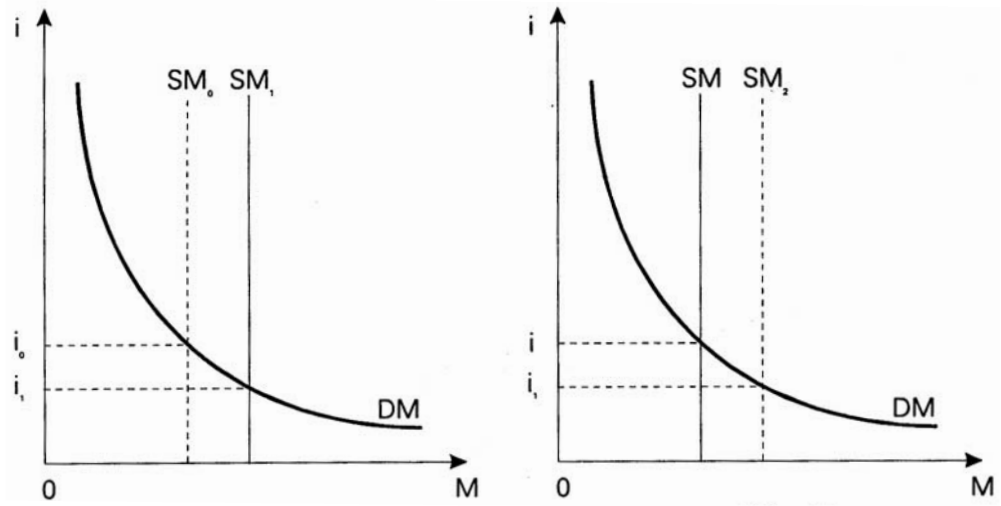


Spekulativna tražnja novca je funkcija nivoa i promena kamatnih stopa. Snižavanjem kamate s i_0 na i, povećava traženu količinu spekulativnog novca s Ma na M'a. Kod niskog nivoa kamate i_2 padanje krive tražnje novca La se usporava, a zatim zaustavlja. Kada je tražnja novca beskonačno elastična u odnosu na promene kamatne stope, tada se celokupna tražnja odnosi na tražnju novca kao imovine (Ma), pri čemu je L (Y) = 0. Kamata ne deluje više na masu novca u opticaju, ali ni novac na kamatu, što dovodi do neefikasnosti monetarne politike. Transakciona i spekulativna tražnja novca često se prikazuje i na sledeći način: Pomeranje (povećanje) transakcione tražnje novca sa Mto na Mt_1 odnosno Mt_2, uz istovremeno zadržavanje ponude novca Sn mora voditi povećanju kamatne stope i neravnoteži na tržištu novca.

TRANSAKCIONA I SPEKULATIVNA TRAŽNJA NOVCA



PROMENE TRAŽNJE I PONUDE NOVCA



Povećanje ponude novca sa SM_O na SM_1 dovodi do obaranja kamatne stope sa i_O na i_1, naravno uz datu tražnju novca DM. Ukoliko se tražnja novca poveća, ali i ponuda novca, odnosi na tržištu novca će se formirati u zavisnosti od dinamike i visine promena ponude i tražnje novca. Obaranje ponude novca ili restriktivna monetarna politika obično se vodi protiv inflacije što je praćeno i visokom cenom novca i kamata. Suprotno tome, povećana ponuda novca i snižavanje kamatne stope vodi se protiv recesije.

GLAVA PETA

FINANSIJSKA TRŽIŠTA - VRSTE I POSLOVI

1. FINANSIJSKA TRŽIŠTA - POJAM I VRSTE

Pod tržištem se u najširem smislu reči podrazumeva mesto na kome se sučeljavaju ponuda i tražnja za robama, uslugama i novčanim sredstvima. Analogno ovom zaključuje se da danas postoje produktno i robno tržište, tržište usluga i finansijsko tržište. Finansijsko tržište, dakle zadovoljava tražnju privrednih subjekata za novčanim sredstvima, a sa druge strane omogućava vlasnicima novčanih sredstava da ostvare prihod na svoju imovinu. Ako je mesto susreta ponude i tražnje organizovan prostor sa tačno utvrđenim vremenom, tržišnim pravilima i uzansama kupoprodaje onda se radi o organizovanom tržištu. Finansijsko tržište je prema tome organizovano mesto i prostor na kome se traže i nude finansijsko novčana sredstva i na kome se u zavisnosti od ponude i tražnje organizovano formira cena tih sredstava.[1268] Finansijsko tržište se može definisati i kao skup svih finansijskih transakcija u oblasti nacionalne ekonomije kojima dolazi do uspostavljanja i realizacije društveno-proizvodnih odnosa iz kupoprodajnih finansijskih dokumenata. Ogroman značaj koji finansijsko tržište ima za nacionalnu ekonomiju ogleda se od omogućavanja nesmetanog odvijanja procesa proizvodnje i prometa, optimizacije nivoa novčane mase, likvidnosti nacionalne ekonomije, alokacije novca, ostvarenja profitabilnosti pa sve do ostvarenja proširene reprodukcije u oblasti proizvodnje i prometa i sigurnosti za plasirani kapital.

Cena finansijskih sredstava[1269] formira se pod odlučujućim uticajem ponude i tražnje, a izražava se u vidu kamatne stope, koja je opet različita za svaki od segmenata finansijskog tržišta. Globalno uzevši ona je uvek manja kod kratkoročno odobrenih novčanih sredstava sa rokom dospeća do jedne godine kao i onda kada se radi o uspešnim i bonitetnim debitorima. Kamatna stopa kod dugoročnih aranžmana je veća čime se kompenzira niža likvidnost kao i veći rizik, a isto je i kad se radi o manje kreditno sposobnim korisnicima. U takvim slučajevima se čistoj kamati dodaje i riziko premija. Kamatna stopa međutim zavisi i od stope inflacije gde se nominalna kamatna stopa koriguje u skladu sa rastom cena što je poznato kao tzv. Fišerov efekat.[1270]

Najbitnija podela finansijskog tržišta, koja se najčešće i sreće u literaturi je podela na novčano tržište i tržište kapitala. Osnovni kriterijum ovakve podele je

[1268] Ristić, Ž., Tržište novca, Tržište kapitala, str. 13. i 17.

[1269] Šire o prirodi, oblicima i delovanju kamatne stope u delu u kojem posebno istražujemo cenu novca i kapitala.

[1270] Dr Srboljub Jović, Bankarstvo, str. 466.

rok dospeća novčanih sredstva datih debitoru, kao i kvalitativna razlika između novca i kapitala. Pod novcem se podrazumeva sva ona finansijska imovina koja se troši u roku od 1 godine i menja svoj oblik u tom roku. Sve ono što ne menja svoj oblik u tom roku i može imati karakter potrošnje odnosno štednje (po Kejnsu) na rok duži od jedne godine ima svojstvo kapitala. Trgovanje novcem na tržištu kapitala predstavlja opasnost po likvidnost za banke, a trgovina kapitalom na novčanom principu znači prodavati imovinu jeftinije nego što je nabavljena odnosno raditi u korist svoje štete. Dakle, finansijsko tržište se prema predmetu poslovanja može podeliti na:

Novčano tržište. Na ovom tržištu se traže i nude kratkoročna novčana sredstva i kratkoročne hartije od vrednosti, čime se tražiocima omogućava zadovoljavanje potreba u vezi likvidnosti, prometa i proizvodnje, a vlasnicima slobodnih novčanih sredstava zamenu novca za druge likvidne plasmane uz ostvarivanje prihoda u vidu kamate.

Devizno ili internacionalno tržište. Ono je nerazdvojiv deo novčanog tržišta u razvijenim tržišnim privredama. Na ovom tržištu se vrši kupoprodaja stranih sredstava plaćanja, usklađuje ponuda i tražnja deviza i utvrđuje njihov kurs, što je međunarodni platni promet razvijeniji, a zemlja više uključena u svetsku razmenu to je potreba za razvijenijim deviznim tržištem veća.

Tržište kapitala. Na ovom tržištu se prodaju i kupuju dugoročna novčana sredstva odnosno kapital i dugoročne hartije od vrednosti tzv. efekti. Učesnicima na ovom tržištu se pruža mogućnost da brzo menjaju strukturu i smer svojih investicionih plasmana, da brzo prelaze iz uloge štednje u ulogu zajmotražioca, a da pri tom slobodna sredstva budu usmerena u najrentabilnije investicione projekte, što opet ima značaj sa makro aspekta. Do sredstva na tržištu kapitala se može doći u vidu akcijskog kapitala odnosno emisijom akcija i u vidu zajmovnog kapitala, odnosno emisijom obveznica.

Tržište kapitala i novčano tržište se mogu dalje dekomponovati i to novčano tržište na: tržište žiralnog novca, kreditno, eskontno, lombardno, devizno i tržište kratkoročnih hartija od vrednosti, a tržište kapitala na: kreditno-investiciono, hipotekarno i tržište dugoročnih hartija od vrednosti koje opet može biti emisiono. Odnosno primarno i sekundarno.

2. POSLOVI NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU

Poslovi na finansijskom tržištu odavno su prestali biti privilegija banaka. U tom smislu važno je istaći da se između finansijskih poslova i poslova banaka ne može povući znak jednakosti. Sve veći broj nebankarskih institucija u vidu štedionica, investicionih fondova, dilersko-brokerskih firmi, osiguravajućih društava i sl. postaje sve jača konkurencija bankama zatvarajući tzv. “rape” u tražnji pružanjem novih, savremenijih usluga. Zajedničko za obe vreste institucija je to

što svoje poslovanje obavljaju na finansijskom tržištu odnosno njegovim segmentima i korišćenjem sličnih finansijskih instrumenata. U krajnjoj instanci ukupna poslovna aktivnost i banaka i nebankarskih institucija ima svoju potvrdu upravo u rezultatima ostvarenim na finansijskom tržištu. Vrsta finansijskog tržišta na kome se obavljaju, glavni je kriterijum podele poslova na finansijskom tržištu. Naravno postoje i poslovi koji su jedinstveni i zajednički za obe vrste finansijskog tržišta. Krajnji zaključak je da su svi raznovrsni, značajni i mnogobrojni. Ipak se i na novčanom tržištu i na tržištu kapitala mogu izdvojiti osnovni poslovi.

Na novčanom tržištu u osnovne poslove ubrajaju se davanje i uzimanje kratkoročnih kredita, kupovina i prodaja kratkoročnog novca, kratkoročnih hartija od vrednosti, eskontnih menica, lombardovanje lombardnog materijala i kupoprodaja deviza. Poslovi na novčanom tržištu su sve finansijske transakcije kojima se vrši transformacija imovine iskazane u novcu.

Na tržištu kapitala u osnovne poslove spada kupovina i prodaja dugoročnih novčanih sredstava - kapitala i hartija od vrednosti kao što su: obveznice, akcije, fjučersi, svopovi, certifikati. Poslovi na tržištu kapitala su sve finansijske transakcije kojima se vrši transformacija imovine iskazane u kapitalu.

Jedinstveni i zajednički poslovi na finansijskom tržištu koji su imanentni svakom njegovom segmentu su oni čiji je kriterijum podele rok u kome se imaju realizovati. Dakle i na tržištu kapitala i na novčanom tržištu postoje dve vrste poslova: promptni i terminski. Promptni poslovi se nazivaju i spot, keš ili gotovinski i kod njih je glavna karakteristika ta da se svaka novčana ili kapitalna transakcija izvršava odmah, a najkasnije u roku od dva do pet dana računajući od dana sklapanja posla. S obzirom na kratkoću roka u kome i kupac i prodavac moraju izvršiti svoje obaveze promptni poslovi su defakto poslovi bez kamatnog i kursnog rizika, a i kreditni rizik (rizik da partner neće ispuniti svoju obavezu) je manji.

Terminski poslovi se karakterišu time da se kupoprodaja odnosno realizacija ugovora ne izvršava promptno tj. odmah, već kasnije na unapred utvrđen dan ili u unapred utvrđenom roku koji počinje teći sa istekom poslednjeg dana za izvršenje promptnog ugovora. Svi bitni elementi ugovora se definišu u trenutku njegovog sklapanja i moraju se ispoštovati pri realizaciji. Ovi poslovi omogućuju partnerima izradu kalkulacija, ali su kod njih prisutni kursni, kamatni i kreditni rizik kod obe banke. Terminski poslovi mogu biti obični, kada njihovo izvršenje nije ničim uslovljeno i obaveze partnera se moraju izvršiti u rokovima dospeća, a mogu biti i uslovni terminski poslovi kod kojih svaka strana može odustati od posla ako prethodno položi dovoljnu sumu novca kao obeštećenje drugoj strani. Ove probleme šire razmatramo nešto kasnije.

3. TRŽIŠNI SEGMENTI FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

Finansijsko tržište, kao što je već rečeno, može se dekomponovati na novačno tržište i tržište kapitala. Ova dva opet sadrže u tržišnim privredama više specifičnih tržišta. Kada je u pitanju novačno tržište radi se o kreditnom, eskontnom, lombardnom, deviznom, tržištu kratkoročnih hartija od vrednosti i tržištu žiralnog novca, a kada se govori o tržištu kapitala radi se o investicionom, hipotekarnom i tržištu dugoročnih hartija od vrednosti. Između ovih specijalizovanih tržišta vlada čvrsta povezanost i međuzavisnost tako da se promene na jednom tržištu pozitivno ili negativno respektuju na ostala. Kreditno tržište je deo novčanog tržišta na kome se trguje kreditnim materijalom, sa rokom dospeća do godinu dana. Dakle na ovom tržištu se susreće ponuda i tražnja za kratkoročnim kreditima i formira cena u vidu kreditne kamate. Za kreditno tržište se kaže da je najkonzervativnije, najnetržišnije tržište od svih novčanih tržišta. Stepen tržišnosti se određuje prema sposobnosti pretvaranja imovine u viši likvidniji oblik. Kako se kratkoročni kredit vraća tek po isteku roka dospeća, to je stepen likvidnosti ovde najmanji.

Eskontno tržište je takav oblik tržišta gde se trguje eskontnim materijalom koji se u bilansu vidi kroz poziciju menični portfolio. Menica je hartija od vrednosti eskontnog tržišta koja vrši funkciju obezbeđenja i instrumenta plaćanja. Ona je strogo formalni instrument i menično pravo se ne pobija ničim osim protestovanjem pod intabulacijom. Cena eskontnih kredita se izražava preko eskontne kamate kojoj kao indikator za kretanje služi eskontma stopa centralne banke.

Lombardno tržište je specijalizovano tržište za trgovinu lombardnim materijalom robnog karaktera (gde spadaju faktura i založnica), lombardnim materijalom nerobnog karaktera (gde spadaju hartije od vrednosti iza kojih stoji finansijska transakcija) i lombardnim kreditima. Cena kojom se trguje na lombardnom tržištu je lombardna stopa, koja je kao i eskontna stopa diskontaog karaktera i veća je od eskontne stope, a manja od kreditne.

Devizno tržište obuhvata trgovinu devizama kao kratkoročnim potraživanjima izraženim u stranom novcu što predstavlja poseban oblik novčane imovine. Cena kojom se trguje na ovom tržištu predstavlja se u vidu deviznog kursa koji može biti izražen kroz broj domaćih novčanih jedinica za jedinicu stranog novca ili broj jedinica stranog novca za jedinicu domaćeg.

Tržište kratkoročnih hartija od vrednosti je ono na kome se emituju i primarno prodaju hartije od vrednosti i istovremeno trguje već emitovanim hartijama od vrednosti kratkoročnog karaktera. Dakle, ono obuhvata primarno i sekundarno tržište, odnosno tzv. prodaju iz prve ruke i prodaju iz druge, treće i ostalih ruka. Tržišni materijal ovog tržišta čine hartije od vrednosti javno-pravnog izdanja čiji je emitent država ili centralna banka i privatmog izdanja čiji su emitenti banke i privredne organizacije. Cena na primarnom tržištu se iskazuje emisionim kursom,

a na sekundarnom berzanskim kursom. Ovo tržište služi centralnoj banci za politiku otvorenog i zatvorenog tržišta.

Tržište žiralnog novca je najvažniji deo novčanog tržišta. Preko njega monetarna vlast utiče na kretanja na svim ostalim tržištima. Ono je revizor cene koštanja tržišnog materijala na svim ostalim tržištima. Cena žiralnog novca izražena u vidu kamatme stope najmanja je u odnosu na sva ostala tržišta ali je zato osnova za formiranje cena na tim tržištima. Žiralni novac je najlikvidniji oblik imovine i on je početak i kraj transformacije raznih vidova imovine.

Investiciono tržište je segment tržišta kapitala na kome se trguje investicionim materijalom. Ovo tržište je slično kreditnom, a osnovna razlika je u roku dospeća kredita, koji je ovde preko jedne godine. Druga razlika proizilazi iz same razlike u kvalitetu između novca i kapitala.

Hipotekarno tržište je specijalizovano tržište kapitala na kome se trguje hipotekarnim založnicama, koje se emituju na osnovu hipoteka, i hipotekarnim kreditima. Ovo tržište obuhvata trgovinu hipotekarnim založnicama na primarnom i sekundarnom tržištu gde svaka založnica ima dvostruko iskazanu vrednost; u novcu i materijalizovanoj hipoteci.

Tržište dugoročnih hartija od vrednosti tzv. efekata sastoji se od emisionog ili primarnog tržišta i sekundarnog tržišta. Trguje se akcijama odnosno akcijskim kapitalom i obveznicama odnosno zajmovnim kapitalom i to putem berzanskog i vanberzanskog prometa.

Međuzavisnost tržišta kapitala i novčanog tržišta je od velikog značaja za sve učesnike na finansijskom tržištu, jer omogućava da saglasno svojim očekivanjima, interesima i mogućnostima izaberu najracionalniji put za realizaciju svoje poslovne strategije. Tako recimo ako se očekuje pad kursa akcija i gubitak po tom osnovu, vlasnici akcija zahvaljujući postojanju sekundarnog tržišta hartija od vrednosti mogu prodati svoje akcije i doći do likvidnih sredstava. Njihovo deponovanje u banci uz odgovarajuću kamaru utiče direktno na povećavanje ponude na novčanom tržištu. Ako kasnije, pak dođe do prestanka rizika od pada kursa akcija, zahvaljujući povezanosti ovih tržišta moguće je podići likvidna sredstva iz banaka i uložiti ih na tržište kapitala radi ostvarenja veće dobiti. Pri tom se ponuda na tržištu kapitala povećava, a na novčanom tržištu smanjuje što utiče i na cene na tim tržištima.

Finansijsko tržište je sve samo ne statičko tržište. Različita kretanja i promene situacije, kao u svakom tržištu, svojstvena su i finansijskom tržištu, a nazivaju se zajedničkim imenom - tržište oscilacije. Faktori promena u tržišnoj privredi su mnogobrojni i različiti i sa aspekta kvaliteta i sa aspekta kvantiteta. Sve promene na finansijskom tržištu mogu se podeliti na negativne, koje dovode do stanja nelikvidnosti, restrikcije, napetosti, nestabilnosti i pozitivne, koje dovode do likvidnosti, ekspanzije, opuštanja, stabilnosti. Zajednički imenitelj svih promena je taj da se one odražavaju na visinu kamatne stope. Smatra se da pri visokim kamatnim stopama vlada stanje “skupog novca”, a pri niskim stanje

“jeftinog novca”. Najznačajniji faktori koji utiču na oscilacije na finansijskom tržištu su: povećanje odnosno smanjenje novca i kapitala kao imovine subjekata, povećanje odnosno smanjenje reeskontnog i relombardnog kontigenta centralne banke, obavezne rezerve centralne banke, smanjenje ili povećanje obima emisije hartija od vrednosti tržišta novca i kapitala, stanje trgovinskog i platnog bilansa, stepen zaduženosti, obim sredstava budžeta.

GLAVA ŠESTA

FINANSIJSKA TRŽIŠTA I FINANSIJSKA EKONOMIJA

1. ULOGA FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

Finansijska tržišta, videli smo, predstavljaju mesta, instrumenti, tehnike i tokovi koji omogućavaju razmenu novčanih viškova i manjkova - novca, deviza i kapitala. Nerazvijena finansijska tržišta svedena su uglavnom na banke i depozitno-kreditne odnose. Razvijena tržišta sadrže brojne finansijske instrumente, institucije, sofisticirane finansijske tehnike i složene (isprepletene) finansijske tokove. Finansijska tržišta se, videli smo, obično dele na:

a) Tržište novca i kratkoročnih hartija od vrednosti,
b) Tržište kapitala i dugoročnih hartija od vrednosti,
c) Devizno tržište.

U stvarnosti postoji niz tržišta: akcija, obveznica korporacija, obveznica državnog duga, tržišta kredita, tržišta hipotekarnih hartija od vrednosti, izvoznih potraživanja i dr. Svako od ovih specifičnih tržišta ima svoje posebnosti i funkcije. Finansijsko tržište omogućava:

1. Brzo imovinsko i finansijsko restrakturiranje subjekata u skladu sa sopstvenim potrebama i delovanjem tržišta,
2. Brisanje granice između likvidnih i nelikvidnih sredstava, jer sekundarno tržište omogućava likvidnost gotovo svakog člana imovine,
3. Disperziju rizika kroz lakše i šire strukturisanje imovine,
4. Stalno prilagođavanje ročnosti izvora i plasmana sredstava,
5. Izbor plasmana prema znacima sa tržišta,
6. Stalno menjanje oblika imovine i kombinovanje oblika imovine prema prinosima, i drugim motivima,
7. Vrednovanje imovine i kvaliteta svakog učesnika na finansijskom tržištu. Finansijska tržišta podrazumevaju objektivne tržišne kriterije, ekonomsku alokaciju sredstava, regularnost i državnu zaštitu učesnika, dok s druge strane uklanja socijalizaciju i nelegalna prisvajanja.

2. PRIMARNO I SEKUNDARNO FINANSIJSKO TRŽIŠTE

Primarno finansijsko tržište je ono na kojem se prodaju nova izdanja hartija od vrednosti. Prodajom emisije hartija od vrednosti prikuplja se nova novčana štednja ili trenutno nezaposleni novac. Novom emisijom akcija povećava se

kapital emitenta, a novom emisijom obveznica uzajmljuju dodatna dugoročna sredstva. Izdavanjem hartija od vrednosti i drugih utrživih instrumenata i njihovom rasprodajom završava život toga instrumenta na primarnom ili emisionom tržištu. Preduzeća i drugi emitenti najčešće nemaju znanja i iskustva u ovim poslovima, teško im je organizovati prodaju prisutni su rizici cena i neprodaje. Pomoć im stoga pražaju "investicione banke" ili njihove grupe ako se radi o većim iznosima emisije.

Investicione banke preuzimaju analizu tržišta, procenjuju mogućnosti uspeha emisije, utvrđuju vrstu i osobine vrednosnice zavisno o potrebama emitenta, cenu primarne emisije, registruju emisiju kod kontrolnih organa, raspisuju poziv na upis, prodaju i distribuiraju hartije od vrednosti. Najčešće same ili udružene i kupovne grupe otkupljuju celu emisiju kao veleprodavci i rasprodaju je dalje, preuzimajući time i rizike emisije. Na sekundarnom finansijskom tržištu obavlja se stalna kupoprodaja već emitovanih hartija od vrednosti koje su u ruke investitora došle prethodnom rasprodajom na primarnom tržištu. Na njemu originalni emitent ne pribavlja novčana sredstva nego se menjaju vlasnici već emitovanih hartija, tj. hartije od vrednosti se preprodaju. Zato ga zovemo i transakcijsko tržište. Sekundarno finansijsko tržište posebno se pravno i organizaciono uređuje radi zaštite učesnika na njemu. Posebno značenje sekundarnog tržišta koji poseduju lako održavaju likvidnost i oslobađa im novčana sredstva za druge plasmane.

Bez uređenog sekundarnog tržišta ni primarno tržište ne vredi mnogo jer, iskustvo nam pokazuje, bez sekundarnog tržišta hartija od vrednosti se pretvaraju u cedulje s kojima se ništa ne može učiniti do roka dospeća. Sekundarna tržišta razlikuju se ne samo od zemlje do zemlje već su različito organizovana i različite "živosti" za svaku vrstu instrumenata. Transakcije na sekundarnom tržištu obavljaju se u bankama (berzice, brokerski departmani), na berzama hartija od vrednosti koje su najorganizovaniji oblik sekundarnog tržišta i na tzv. OTC (over - the - counter) tržištima.

Berza hartija od vrednosti efektna berza, organizovano je i centralizovano sekundarno tržište hartija od vrednosti. Fizičko mesto susreta i komunikacije na kojem članovi berze obavljaju kupovinu i prodaju hartija od vrednosti za račun kupaca i prodavaca prema specifičnim pravilima i regulaciji. Sama berza je udruženje članova. Njen je zadatak osigurati infrastruktura i trgovanje na njoj listiranim - uvrštenim hartijama od vrednosti. Pre uvrštavanja na listu hartija od vrednosti kojima se trguje na berzi, emitent hartija od vrednosti dužan je podneti berzi dokaze o ispunjavanju uslova za uvrštavanje (podaci o iznosu godišnje dobiti, broj deonica ponuđenih javnosti, broj krupnih deoničara, iznos neto-aktive i slično). Za uvršćavanje na berzi kompanije moraju prihvatiti visoke standarde zaštite investitora, podnositi periodične i godišnje izveštaje, organizovati skupove deoničara, iznositi u javnost finansijske informacije. Na berzi se trguje malim brojem najkvalitetnijih hartija od vrednosti uhodanih i poznatih kompanija. Na

NYSE listirane su 1774 hartije od vrednosti, na londonskoj ISE 2559, na tokijskoj berzi 1752, frankfurtskoj 1204, na milanskoj samo 220. Najveći promet na sekundarnom tržištu ostvaruje se preko berzanskog tržišta. Ono je i svojevrsni far, pokazatelj stanja i kretanja privreda.

OTC tržište (over - the - counter)[1271] drugi je važan oblik organizovanog sekundarnog tržišta. Na njemu se trguje hartijama od vrednosti manjih ili novijih kompanija koje najčešće nisu ali mogu biti uvrštene i na berzama. OTC je sistem automatskih kotacija na mreži međusobno spojenih računara. Na američkom OTC registrovano je 30.000 - 40.000 hartija od vrednosti, a aktivno je oko 15.000. Prvenstveno je to dilersko tržište. Organizovalo ga je NASD (Nacionalno udruženje dilera) uvodeći 1971. Sistem automatskih kotacija (NASDAQ). Sistem kontinuirano na ekranima računara ukazuje kupovne i ponuđene cene. Na zahtev komitenta broker ili diler telefonski kontaktira s drugim dilerom koji kupuje ili prodaje vrednosni papir koji je predmet trgovanja. Posao se zaključuje telefonom, telefaksom ili teleksom, bez fizičkog susreta. Promene cena unose se u računar i automatski se uspostavljaju nove kupovne i ponuđene kotacije. Dileri su povezani u grupe koje trguju određenim vrednosnim papirima. Ovo se tržište ponekad naziva i treće tržište (tercijarno).

Tržište državnih obveznica Vlade SAD sa četrdesetak dilera, koji su u svako doba spremni kupiti i prodati ove vrednosne papire, takode je OTC tržište. Takvim se tržištem mogu smatrati i tržišta certifikata o depozitu, federalnih fondova, bankarskih akcepata i devizna tržišta. Promet na tim tržištima zajedno daleko nadmašuje promet na najvećoj berzi - NYSE. Indeksi (indikatori) tržišta pokazuju stanja na tržištu akcija. Dow Jones Industrial Average izračunava se na temelju zaključnih tečajeva na NYSE i odnosi se na američku privredu. Izračunava se posebnom formulom u koju su uvrštene cene akcija 30 reprezentativnih (blue chip) američkih korporacija. Objavljuje se dnevno. Dow-Jonesov kompozitni indeks obuhvata 65 kompanija. Postoje i dva posebna Dow-Jonesova indeksa - za područje prevoza i za komunalne usluge. Standar&Poor's 500 indeks zasniva se na cenama akcija 400 industrijskih, 40 finansijskih, 20 prevozničkih i 40 kompanija komunalnih usluga. Indikator kretanja cena na OTC tržištu je posebni složeni indeks udruženja dilera. Posebne indekse imaju tokijska, londonska, njujorška, ciriška i druge berze.

2.1. Tržište novac ili novčano tržište

Novčanom tržištu je zadatak trajno i svakodnevno snabdevanje banaka novcem kao prometnim i pretežnim sredstvom kako bi one postigle likvidnost kojom se omogućavaju tekuća plaćanja njihovih komitenata. Na ovom tržištu trguje se bankovnim likvidnim rezervama i kratkoročnim vrednosnim papirom tj. novcem i "skoro novcem" (near money). Likvidne rezerve kod centralne ili

[1271] Over - the - counter = trgovanje preko tezge, šaltera, sporedno tržište.

poslovnih banka pozajmljuju se na tržištu novca (money parket loans) na kratke rokove od jednog do nekoliko dana (dnevni novac i novac... - dayly money, overnight money), na više dana, do opoziva (call money) na mesec ili više meseci. Novac pozajmljuju banke međusobno. Centralne banke mogu i ne moraju sudelovati na ovom tržištu. Ponekad na tržištu novca sudeluju i nebankarski subjekti - ostale finansijske institucije i velike korporacije. Tržište kratkoročnih vrednosnih papira (money market papers) drugi je segment novčanog tržišta.

Na njemu se trguje kratkoročnim dužničkim vrednosnim papirima s rokom do 1 godine. Instrumenti ovog tržišta su blagajnički zapisi ministarstva finansija, Centralne banke i banaka, certifikati o depozitu, komercijalni papiri (zapis), bankovni akcepti, sporazumi o reotkupu (REPs). Privredna funkcija novčanog tržišta je prilagođavanje likvidnosti banaka ali i ostalih učesnika. Instrumenti novčanog tržišta imaju kratke rokove dospeća, mali rizik nenaplate i visokog su stepena utrživosti.

Novčano tržište nema čvrstu institucionalnu straktura i formalnu organizaci-ju. To je skup različitih tržišta i specijalista, nepersonalno je, kompetetivno i vele-prodajno. Trguje svako sa svakim, posluje se "na reč" - telefonom, teleksom, tele-faksom. Uz nacionalna, egzistira i kao svetsko tržište likvidnosti. Osim održavanja likvidnosti, omogućava i ukamaćivanje kratkoročnih viškova novca, smanjujući oportunitetni trošak njihova držanja u likvidno obliku.

2.2. Tržište kapitala

Tržište kapitala je skup institucija, finansijskih instrumenata i mehanizama pomoću kojih se dugoročna slobodna sredstva štednje prenose od suficitarnih ka deficitarnim subjektima koje ulažu u fiksne fondove i opremu. Pozajmljujući na tržištu kapitala, deficitarne jedinice ulažu tako prikupljena sredstva u razvoj, što će omogućiti budući tok prihoda iz kojih će se pozajmljena ili uložena sredstva vraćati zajedno s prinosima (kamata, dividenda i sl.). Na ovom tržištu kupuju se i prodaju finansijski instrumenti s dospećem preko jedne godine: korporacijske obveznice, državne obveznice i obveznice lokalnih vlasti, hipotekarne obveznice i note, korporacijske deonice, dugoročni krediti. Primarni uzajmljivači emituju dužničke instrumente ili deonice koje direktno ili preko institucionalnih investitora kupuju uglavnom domaćinstva i pojedinci kao nosioci viškova finansijske štednje. U indirektnom sastavu finansiranja, vrednosne papire kupuju ili kredite odobravaju finansijski posrednici. Osim nabrojanih učesnika, na tržištima kapitala sudeluju i investicione banke. BD institucije, ustanove kreditnog rejtinga, regulatorne i nadzorne ustanove. Tržište kapitala podrazumeva i primarno i sekundarno tržište, što uključuje berze i OTC tržišta.

Hipotekarno tržište je podvrsta tržišta kapitala ali i njegov najvažniji pojedinačni oblik u razvijenim zemljama. Hipotekarni kredit posebna je vrsta dugoročnog kredita. Banke i specijalizovane organizacije odobravaju ih građanima i

preduzećima na osnovu pokrića u nekretninama. Vraćanje kredita osigurano je realnim pokrićem dužnika: stambenim i privrednim zgradama, poslovnim prostorom, skladištima, zemljištem. Visoki iznosi i dugi rokovi odobrenih hipotekarnih kredita imobiliziraju aktivu kreditora. Potraživanjima osiguranim hipotekom stoga se trguje na sekundarnom tržištu. To se odnosi na standardne hipotekarne kredite, a još više na raznovrsne sekuritizovne oblike hipotekarnog kredita. Razvoju ovog tržišta znatno je kroz sistem osiguranja hipotekarnih kredita pomogla država.

Na osnovu odobrenih hipotekarnih kredita i budućeg priliva po otplatama glavnice i kamata emituju se dužničke hartije od vrednosti (obveznice i note) ili certifikati i rasprodaju javnosti. Takve hipotekarne obveznice apsorbuju sve veće iznose kapitala na tržištu. Nazivaju se MBB (mortgage - backed bonds), a pojavljuju u obliku MPT (mortgage pass - through), MPTB (mortgage pay - Through bonds) ili kao certifikati (PC) koji predstavljaju deo vlasništva u skupu hipotekarnih kredita.

Iako su dva različita tržišta s posebnim osobinama i funkcijama, tržište kapitala i novčano tržište povezani su na sledeće načine: Zavisno o investicionoj politici i prinosima, investitori mogu raspoloživa novčana sredstva usmeravati na oba tržišta. Korisnici se mogu pojavljivati na oba tržišta i kombinovati različite instrumente pribavljanja sredstava.

Novčana sredstva stalno cirkulišu (prelivaju se) između ta dva tržišta. Neki učesnici uzimaju aktivnog učesnika na oba tržišta (brokeri, dileri, investicione banke, investitori). Svi dugoročni instrumenti pred dospeće postaju kratkoročni i mogu biti predmet kupoprodaje na novčanom tržištu. Prinosi na oba tržišta su u međusobnoj vezi i učesnici vode o tome računa "pomičući" se s tržišta na tržište.[1272]

2.3. Devizno ili međunarodno tržište

Devizno je tržište deo ukupnog finansijskog tržišta na kojem se prema utvrđenim uslovima i pravilima trguje stranim valutama, odnosno razmenjuju devize.[1273] Osnovni zadatak mu je da snabdeva učesnike stranim sredstvima plaćanja za plaćanje uvoza i izvoza. Devizni kurs se formira, kao i cena svakoj drugoj robi, pod uticajem ponude i tražnje i predstavlja cenu jedne jedinice strane valute izraženu brojem jedinica domaće valute.

Devizno tržište ne postoji kao organizovano centralno mesto trgovanja već ga čini svetska mreža učesnika međusobno povezanih savremenim komunikacijskim sredstvima (telefon, teleks, telefaks, satelitske veze). Trgovanje se

[1272] Prema Dougall H.E.: Capital Markets and Institutions, Prentice - Hall, Englewood Cliffs. N. Yesey, 1980.

[1273] Devize su sredstvo međunarodnih plaćanja. One su potraživanja od druge zemlje koja glase na stranu valutu, stečena po bilo kojoj osnovi i bez obzira na način raspolaganja. Mogu biti u obliku prenosivih potraživanja kod stranih banaka, prenosivih inostranih hartija od vrednosti koje glase na stranu valutu (menice, čekovi, obveznice), obračunskih jedinica, specijalnih prava vučenja (SPV), inostranog gotovog novca, a odskora i u obliku elektronskih izveštaja o međunarodnim dugovanjima i potraživanjima.

odvija na specijalizovanim deviznim berzama i u sastavu međusobno povezanih banaka, što objedinjeno čini 24-satno svetsko devizno tržište. Najvažniji učesnici su velike komercijalne banke, brokeri i dileri specijalizovani za trgovinu devizama, komercijalni kupci deviza - multinacionalne korporacije, centralne banke. Najveći promet obavlja se preko specijalizovanih brokera devizama na međubankarskom tržištu, koji povezuju banke uz nisku proviziju. Velike komercijalne banke su "market makersi" tog tržišta, spremni u svakom trenutku kupiti i prodati devize po određenoj ceni. Preduzeća, manje banke i filijale stranih banaka ne sudeluju na deviznom tržištu direktno već se stranim sredstvima plaćanja snabdevaju preko otvorenih kreditnih linija kod velikih banaka.

Svetski finansijski centri ujedno su i najvažniji centri trgovanja devizama. To je tržište potpune konkurencije, jer na njemu sudeluje mnoštvo učesnika, a broj transakcija je veliki, tako da nijedan pojedinac ne može veličinom svojih transakcija sam bitnije uticati na cenu i količinu. Transakcije na deviznom tržištu odvijaju se kao l) Transakcije između komercijalnih banaka i njihovih komitenata, 2) Devizne transakcije među komercijalnim bankama u zemlji, 3) Transakcije komercijalnih banaka sa svojim filijalama u inostranstvu ili s korespodentima u inostranstvu i 4) Devizne transakcije među centralnim bankama radi uticaja na kurseve i na kretanje kapitala.

Cene koje se formiraju na deviznom tržištu su dvojne: a) Ponuđene (bid) cene po kojima je kupac spreman kupovati devize i b) Zahtevane (offered ili asked) cene po kojima je prodavalac spreman prodavati devize. Razlika među njima je marža (spread). Dnevne cene pojedinih deviza izražene u kursu notiraju po vrednosti (direktno) i njima se označava vrednost deviza u valuti domaćeg tržišta i indirektno (retko) pri čemu se navodi koliko je deviznih jedinica potrebno dati za jedinicu domaće valute.

2.4. Vremenski trošak novca

Promptno (spot) devizno tržište zadovoljava funkciju devizne likvidnosti transaktora, a predstavlja devizne aranžmane s dnevnom cenom i izvršenjem zaključne transakcije u roku dva radna dana. Terminsko (forward) devizno tržište obuhvata transakcije s isporakom deviza preko 2 dana, s efektivnom realizacijom u standardnim ugovorenim rokovima od 30, 90 ili 180 dana. Nova devizna tržišta povezana su vorkiranjem (covering), zaštitom (holding) i eliminisanjem (swoping) deviznih rizika.

GLAVA SEDMA

DETERMINANTE, ELEMENTI I FUNKCIJE FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

1. FUNKCIJE FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

Finansijska teorija i politika uglavnom su došli do spoznaje i stava da ne može biti efikasnog sistema finansiranja i kreditiranja reprodukcije (makro i mikro nivoa) ukoliko ne postoji organizovano i ne funkcioniše finansijsko tržište. Robna privreda funkcioniše kao specifičan mehanizam i sinteza niza specifičnih tržišta: roba, usluga, rada, tehnologije, informacije, novca, deviza i kapitala. Finansijskog tržište se javlja kao mehanizam koji treba da dovede do optimalne alokacije finansijskih sredstava i na uravnotežavanje ponude i tražnje novca i kapitala. Finansijsko tržište preko monetarne politike i monetarne ravnoteže pozitivno utiče i na dinamiku i strukturu ekonomskog rasta i njegovu stabilnost.

Teorija investicija, štednje i monetarna teorija smatraju da nema automatske ravnoteže u formiranju novčane akumulacije (štednje) i realnih investicija, kako u vremenu formiranja, tako i po nosiocima i mestu formiranja. Ne postoji ni ex ante ravnoteža na tržištu novca. Finansijsko tržište treba da osigura potreban obim, strukturu, alokaciju akumulacije, kod subjekata koji štede, da bi zadovoljili odgovarajući obim, strukturu i kvalitet investicija kod investitora. Finansijsko tržište treba da približi vlasnike novca i kapitala i investitore, subjekte da taj kapital (uz odgovarajuću cenu) prihvate i racionalno (profitabilno) investiraju.

Redovno postoji asimetrija u pogledu formiranja štednje (subjekti, mesta, vreme) i procesa investiranja. Ta asimetrija se može smanjiti na nekoliko načina i mehanizama:

- alokacija štednje preko budžeta,
- alokacija preko posebnih fondova,
- alokacija preko bankarskog sistema,
- finansijsko tržište (koje predstavlja sintezu tržišta novca, kapitala i deviza).

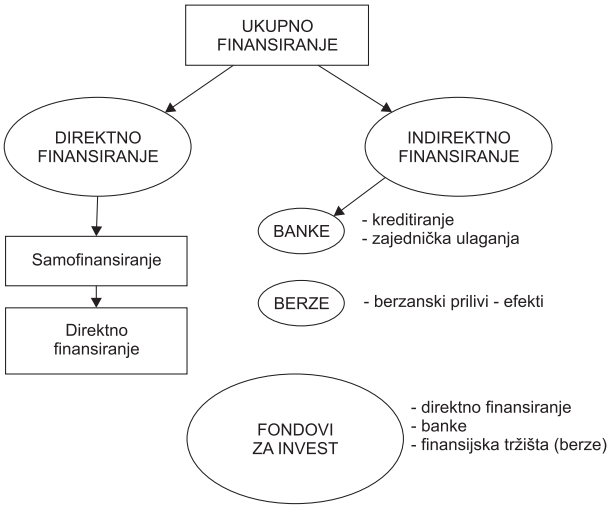
Proces finansiranja, odnosno pretvaranja novčane akumulacije (štednje u investicije, može se ostvariti na nekoliko načina:

- Samofinansiranje ili interno finansiranje,
- Direktno finansiranje, pri čemu nosioci slobodnih novčanih sredstava stupaju u direktne odnose sa investitorima,
- indirektno finansiranje - preko posredničkih finansijskih institucija.

Drugi i treći način finansiranja se redovno odvija preko finansijskog tržišta. Stoga

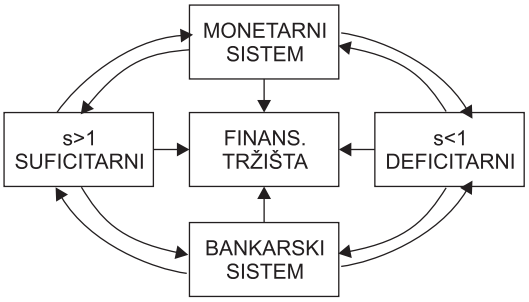
se finansijsko tržište i predstavlja kao mehanizam transfera štednje i sredstava fondova od suficitarnih ka deviditarnim privredama i drugim subjektima. To je osiguravanje kretanja ponude i tražnje finansijskih sredstava. Razvijeno finansijsko tržište podrazumeva masovnost subjekata, ravnopravnost finansijskih instrumenata i različite oblike prelivanja finansijskih i realnih sredstava.

NAČIN FINANSIRANJA - PRENOŠENJE ŠTEDNJE NA INVESTICIJE
UKUPNO FINANSIRANJE



Proces prenosa finansijskih sredstava (štednje) od suficitarnih subjekata ka deficitarnim može se pokazati na sledeći način:

POVEZANOST SUFICITARNIH I DEFICITARNIH SEKTORA U PRIVREDI I TRŽIŠTA NOVCA I KAPITALA



U savremenim privredama, koje karakteriše tržišni metod alokacije finansijskih sredstava jasno se vidi uloga i suština finansijskog tržišta, kao specifične tržišne institucije. Finansijsko tržište je specifično tržište budući da se na njemu

trguje specifičnom robom - novcem, kapitalom, hartijama od vrednosti, valutama i devizama.

Finansijsko tržište je jedino u stanju da vrši koncentraciju i efikasnu disperziju štednje, da vrši disperziju rizika i diversifikaciju i rangiranje investicionih projekata. U ostvarivanju svoje alokativne funkcije finansijsko tržište osigurava dve bitne funkcije:

1. Osigurava optimalnu strukturu proizvodnih i drugih aktivnosti,
2. Opredeljuje i unapređuje efikasnost svakog projekta (efikasnost investicija).

Finansijsko tržište mobilizira finansijske viškove kod institucionalnih sektora (preduzeća, država, stanovništvo, inostranstvo) i alocira ih, odnosno preliva tražiocima u tim sektorima. To je najbolji način na finansijskom tržištu se obavljaju sledeće operacije:

1. Kupovina i prodaja kratkoročnih novčanih sredstava i kratkoročnih hartija od vrednosti,
2. Dugoročna novčana sredstva i dugoročne hartije od vrednosti,
3. Uzimanje i davanje kratkoročnih i dugoročnih deviznih sredstava (kredita).

Svi poslovi na finansijskom tržištu mogu biti promptni ili gotovinski (kasa), pri čemu se svaka novčana ili kapitalna transakcija izvršava odmah ili u roku od dva do pet radnih dana, ali i terminski pri kojima se kupovina i prodaja realizuje u tačno unapred utvrđenom roku (koji počinje da teče od roka utvrđenog za promptne poslove). Svako nacionalno i međunarodno finansijsko tržište vrši određene funkcije:

1. Alokativna funkcija, tržišno alociranje slobodnih finansijskih sredstava,
2. Održavanje određenog stepena likvidnosti privrednih i drugih subjekata učesnika na finansijskom tržištu,
3. Funkcija brzog osiguravanja potrebnih sredstava za proširenu reprodukciju (preduzeća, privrede u celini),
4. Funkcija održavanja stabilnosti kupovne snage novca u privredi i intervalutarne vrednosti novca, a time i privrede u celini.
5. Osiguravanje racionalnog korišćenja finansijskih sredstava i efikasno usmeravanje po tržišnim kriterijima,
6. Omogućavanje određene strukturne imovine preduzeća, korporacija i drugih firmi (likvidna, manje likvidna, realna imovina, finansijska ulaganja i dr.) i njihova brza izmena u zavisnosti od poslovne politike preduzeća, ali i opšte ekonomske situacije u privredi i privrednih trendova.

2. DETERMINANTE I ELEMENTI FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

Osnovne determinante razvoja i efikasnog funkcionisanja finansijskog tržišta (tržišta novca i kapitala) mogu se svesti na sledeće:

1. Pluralizam vlasničkih odnosa i isti tretman svih oblika vlasništva,
2. Tržišni uslovi privređivanja,
3. Sloboda privrednih subjekata u određivanju i provođenju svoje poslovne politike,
4. Poslovne banke kao samostalni finansijski subjekti i razvijen bankarski sistem,
5. Razvijen finansijski sistem,
6. Široka lepeza hartija od vrednosti,
7. Formiranje cene hartija od vrednosti na finansijskom tržištu u zavisnosti od odnosa ponude i tražnje,
8. Postojanje jedinstvenog finansijskog tržišta,
9. Stabilnost kupovne snage novca i deviznog kursa,
10. Visok stepen samostalnosti centralne banke,
11. Otvorenost domaćeg tržišta novca i kapitala i njegova povezanost sa međunarodnim tržištem novca i kapitala,
12. Visok stepen koncentracije i centralizacije finansijskih sredstava (posebno u dobrom i zdravom bankarskom sistemu),
13. Pravna država i poštovanje zakona,
14. Dovoljno visok stepen razvoja privrede i društva i visok nivo per capita dohotka iz kojih se može formirati dovoljan nivo nacionalne štednje (ponude kapitala).

Svi navedeni faktori i determinante finansijskog tržišta u osnovi zavise od karaktera privrednog sistema i razvoja finansijskog sistema (a u okviru njega bankarskog sistema). U pogledu mogućnosti razvoja instrumenata finansijskog tržišta, sva sredstva se mogu podeliti na: 1) Kratkoročna sredstva, 2) Srednjoročna i 3) Dugoročna sredstva. Iz navedenog razloga finansijsko tržište se deli (odnosno čine njegov konstitutivni deo) sledeća parcijalna tržišta:

1. Tržište novca i kratkoročnih hartija od vrednosti,
2. Tržište kapitala i dugoročnih hartija od vrednosti,
3. Devizno tržište,
4. Berze kao specijalizovana tržišta hartija od vrednosti.

Sva ova tržišta ne funkcionišu odvojeno, već su tesno povezana, a događaji i promene na jednom vrlo brzo se prenose na druga tržišta. Radi se, dakle, o jedinstvenom finansijskom tržištu.

GLAVA OSMA

AKCIONARSKA EKONOMIJA

1. AKCIJE I AKCIJSKI KAPITAL

Akcionarsko društvo je ekonomski subjekt koji se registruje kao preduzeće sa tačno određenim iznosom osnivačkog (akcionarskog) kapitala, uplaćenog od strane akcionara. Akcionarski kapital je podeljen na određeni broj akcija sa nominalnim iznosom, odnosno brojem akcionara vlasnika akcije koji su uplatili akcionarski kapital. U akcionarskom preduzeću kapital ostaje vlasništvo ulagača (akcionara). Moguće je uneti i imovinu kao deo u akcionarski kapital (zemljište, patenti, tehnologija, pravo na rentu, pravo na neisplaćenu dividendu i dr.). Na osnovu uloženog kapitala emituje se akcija (deonica). To je efekat koji se zasniva na akcionarskom kapitalu korporacije, kompanije, preduzeća. To je određeni deo osnovne glavnice kapitala. Spada u efekat sa promenljivim prihodom, budući da prihod od akcija isključivo zavisi od rezultata poslovanja akcionarskog draštva. Akcije nose sobom nematerijalna i materijalna prava. Nematerijalna prava su vezana za upravljanje korporacijom, odlučivanje o svim bitnim pitanjima poslovanja i poslovne politike. U materijalna prava spada: pravo na dividendu, pravo prvenstva u kupovini novoemitovanih akcija, pravo na adekvatan deo likvidacione mase kada se vodi likvidacioni postupak i dr. Isplata dividende može se vršiti na tri načina:

- Isplata u gotovom,
- Isplata u imovini,
- Isplata u vidu novih akcija.

Akcionarska društva u razvijenim tržišnim privredama preferiraju isplate u gotovom, ali i u novim akcijama, posebno kada preduzeće želi da uveća svoj akcionarski kapital. Retko se isplaćuje dividenda u imovini (robom koju proizvodi akcionarsko preduzeće). Emitovanje akcija akcionarskog društva omogućava mu:

- Finansiranje delatnosti zbog koje se osniva akcionarsko društvo,
- Proširivanje delatnosti akcionarskog društva,
- Distribucija vlasništva akcionarskog društva.

Akcije na makro nivou, na nivou nacionalne privrede, omogućavaju pribavljanje slobodnih novčanih kapitala na finansijskom tržištu i njihovo alociranje u rentabilne svrhe. Na samoj akciji mora biti naznačeno da je to akcija. Oblik, sadržina, izgled akcije utvrđuje statut akcionarskog društva. Emisija i korišćenje akcija u jednoj nacionalnoj ekonomiji određen je nivoom razvoja ekonomije, nivoom razvoja finansijskog tržišta, posebno tržišta kapitala i dugoročnih hartija

od vrednosti, odnosno berzi, razvoj oblika vlasništva, tradicije u korišćenju hartija od vrednosti (emitovanja i korišćenja hartija od vrednosti).

2. VRSTE AKCIJA

U razvijenim tržišnim privredama sa razvijenim tržištem kapitala i razvijenim efektnim berzama javljanju se različiti oblici akcija. Uglavnom se mogu izdvojiti sledeće grupe:

1. Akcije na ime i na donosioca,
2. Akcije sa nominalnom vrednošću i bez nominalne vrednosti,
3. Obične i povlašćene (prioritetne) akcije,
4. Akcije sa garantovanom dividendom i bez garantovane dividende,
5. Akcije koje daju veći broj glasova, akcije sa kumulativnim pravom glasa, akcije sa ograničenim pravom glasa i akcije bez prava glasa,
6. Konvertibilne akcije,
7. Akcije sa odloženim plaćanjem dividende,
8. Nove akcije,
9. Otvorene i zatvorene akcije.

Karakteristike svakog od navedenih vrsta akcija nije potrebno šire objašnjavati.[1274] Ovde ćemo dati samo osnovne karakteristike:

2.1. Akcije na ime i na donosioca

Vlasnik akcija na ime mora biti uveden u knjigu akcionarskog društva. Prenos prava vlasništva vrši se indosiranjem. Akcije na donosioca nije potrebno da se unose u knjigu akcija, kao ni evidentiranje o prenosu. Pri isplati dividende kod akcija na donosioca mora se zajedno sa zahtevom za isplatu da podnese i kupon za dividendu.

2.2. Akcije sa nominalnom i bez nominalne vrednosti

Normalno je da kao deo ukupnog akcionarskog kapitala akcija glasi na određenu nominalu. Međutim, obzirom na to da se vrednost akcije stalno menja, odnosno da akcionarski kapital nije stalna i nepromenjiva vrednost, često se smatra da akcija može biti i bez nominalne vrednosti, međutim, to je redak slučaj.

2.3. Obične i povlašćene (preferencijalne) akcije

Obično se emituju obične akcije (common stock), koje nose uobičajena akcionarska prava, kao: pravo na upravljanje i pravo na dividendu. Često se

[1274] U tom pogledu videti šire: dr Tihomir Jovanovski, Finansijski pazar, Skoplje, 1994, str. 89 -91.

pristupa emisiji preferencijalnih (povlašćenih) akcija (preferred stock), koje imaju prednost u isplati dividende. Međutim, ove akcije često nisu sa pravom glasa. Ako dođe do stečaja preduzeća (firme) tada na red dolaze pre svega obveznice (sa stalnom kamatom), zatim povlašćene akcije i na kraju obične akcije.

Obične akcije se mogu međusobno razlikovati. Tako imamo akcije klase "A" koje nemaju glasačko pravo, ali imaju prednost u isplati dividende, a zatim akcije klase "B", suprotno tome. Za akcije klase "A" obično su zainteresovani mali akcionari koji nisu zainteresovani za upravljanje akcionarskim društvom. Privilegovane akcije se mogu razlikovati. Tako postoje kumulativne povlašćene akcije kod kojih pravo na dividendu može da se akumulira u nekoliko godina i koja se može podići svakog momenta.

Kod svih akcija postoji i prednost u naplati dividende. Uz ovu akciju postoji i konvertibilna akcija, koja vlasniku omogućava da se ova akcija konvertuje (zameni) za običnu akciju, već po njegovoj želji i unapred poznatim uslovima. Obične i povlašćene akcije mogu biti garantovane, a to je u slučaju kada za isplatu dividende garantuje neka banka ili korporacija (firma).

2.4. Akcije sa garantovanom i bez garantovane dividende

Isplatu dividendi po ovoj vrsti akcija garantuje neka banka ili druga firma, ali nikada akcionarsko društvo koje je emitovalo akciju. To je čest slučaj kada akciju emituje neka od filijala velike firme, dok cela korporacija ili akcionarsko društvo garantuje dividende svoje filijale. Akcije koje nemaju takvu garanciju su akcije bez garantovane dividende.

2.5. Akcije sa pravom na veći broj glasova, akcije sa kumulativnim pravom glasa, akcije sa ograničenim pravom glasa i akcije bez prava glasa

Akcionarsko društvo redovno polazi od stava da svaka akcija daje jedno pravo glasa. To pravo omogućava da akcionari učestvuju u upravljanju akcionarskim društvom proporcionalno visini svoga uloga, odnosno učešću u akcionarskom kapitalu firme.

2.6. Konvertibilne akcije

Konvertibilne akcije su takve koje mogu biti zamenjene, prema želji vlasnika, po unapred utvrđenim uslovima, u druge (često obične) akcije. Pravo na konverziju je privilegija koju akcionarsko društvo konstituiše u korist određene grupe akcionara. Konvertibilne akcije su nekada i sa prioritetom u pogledu isplate dividende. Ove akcije imaju dva elementa: akcija i pravo konverzije. Vrednost konvertibilne akcije, bez obzira na ugrađeno pravo konverzije određuju isti faktori koji određuju vrednost drugih akcija.

2.7. Akcije sa odloženim plaćanjem dividende

To su akcije kod kojih je unapred utvrđen rok u kojem se neće isplaćivati dividenda. Istekom utvrđenog roka dividenda se automatski konvertira u obične akcije.

2.8. Nove akcije društva

Nove akcije se emituju u cilju dokapitalizacije akcionarskog društva. Vlasnici novih akcija za određeni period ne dobijaju puni iznos dividende zbog toga što se kupovina i prodaja ovih akcija odvija nezavisno od trgovine običnim akcijama.

2.9. Otvorene i zatvorene akcije

U otvorene akcije spadaju sve vrste akcija određene za kupovinu i prodaju na finansijskom tržištu (tržištu kapitala). Zatvorene akcije su one koje su namenjen kupovini i prodaji među već postojećim akcionarima društva.

3. AKCIONARSKO DRUŠTVO

Akcionarsko društvo je u osnovi društvo kapitala. Bilo da se radi o korporaciji, preduzeću ili drugom obliku udruživanja kapitala, ovo društvo nastaje upisom kapitala na bazi emisije i prodaje akcija. Vlasnici slobodnog novčanog kapitala kupujući akcije postaju suvlasnici u akcionarskom društvu, ne odričući se vlasništva nad kapitalom. Osnovni uslovi za funkcionisanje akcionarstva u okviru tržišne ekonomije jesu:

1. Postojanje privatnog vlasništva, koje se može bez teškoća transformisati u akcionarski kapital. To znači da u savremenoj privredi postoji pluralizam vlasništva - privatno, državno, zadružno vlasništvo,
2. Postojanje poverenja vlasnika privatnog kapitala u akcionarsko društvo, tržišne institucije i državnu regulativu (pravnu državu),
3. Prinos od akcija, determinisan opštim poslovnim uspehom akcionarskog društva, treba da bude dovoljno atraktivan da omogući proces transformacije pojedinačnih u koncentrisan akcionarski kapital,
4. Postojanje i funkcionisanje tržišta kapitala i hartija od vrednosti, posebno berzi koje moraju uspešno funkcionisati.
5. Postojanje jasne i sigurne državne regulative finansijskog tržišta i berzanskog poslovanja.
6. Postojanje uslova koji će sprečavati da dođe do erozije akcionarskog kapitala, odnosno društva. Sudbina vlasnika kapitala (akcionara) i menadžera potpuno je vezana za sudbinu i poslovne rezultate akcionarskog društva.

7. Postojanje visokog stepena ekonomske i političke stabilnosti akcionarske ekonomije, ali i zakonitosti robne proizvodnje.

8. Visok stepen otvorenosti i konkurentnosti nacionalne ekonomije u odnosu na inostranstvo.

9. Visok nivo ekonomskog razvoja, odnosno nacionalnog dohotka (ukupno i per capita) iz čega se može formirati dovoljan nivo ponude kapitala na finansijskom tržištu, bez čega ne može funkcionisati tržište kapitala i akcionarska ekonomija.

10. Postojanje dovoljno razvijenih finansijskih institucija (berze, investicione banke, investicioni fondovi i dr.) i finansijskih instrumenata tržišta kapitala (akcija, obveznice, fjučersi, svopovi i dr.), koji stvaraju dovoljno razvijenu finansijsku infrastrukturu, bez koje ne može uspešno funkcionisati ni jedno finansijsko tržište.

11. Dovoljno efikasna privreda i na osnovu toga dovoljno visoka dividenda, koja po ekonomskoj logici, mora biti veća od kamate na depozite kod banaka.

12. Razvijen, solventan i efikasan bankarski sistem, bez koga ne može biti razvijenog finansijskog tržišta i efikasne akcionarske ekonomije. Kupovinom akcija preko akcionarskog društva omogućava vlasnicima kapitala upravljanje kapitalom, poslovnom politikom korporacije, uz pravo na dividendu kao rezultat takve više ili manje efikasne politike.

3.1. Akcionarski kapital

Akcionarski kapital je osnova akcionarskog društva. Kapital se formira osnivanjem društva i emisijom akcija. Na taj način fomira se osnivački ili početni kapital, koji se kasnije određenim aktivnostima akcionarskog društva uvećava. Vlasnici kapitala, kupci akcija, odnosno ulagači novčanog kapitala, imaju status vlasnika, saglasno visini uloženog kapitala, uz pravo učešća u raspodeli ostvarenog profita (dividenda). Kako vlasništvo nad akcijama nosi pravo na dividendu, ona se najčešće ostvaruje odstupanjem nominalne od tržišne vrednosti akcije. To odstupanje je rezultat poslovnih rezultata akcionarskog društva, odnosno mase ostvarenog profita. Razlika između vrednosti po kojoj se kupuje i prodaje akcija i kapital koji je uložen u akcionarsko društvo pri njihovom inicijalnom kupovanju predstavlja fiktivni kapital. Akcionarski kapital u svom funkcionisanju omogućava:

- Pretvaranje novčanih sredstava u kapital i mogućnost njihovog kapitalizovanja,
- Pretvaranje često pojedinačnih privatnih kapitala u akcionarski kapital, a time i proces podruštvljavanja kapitala,
- Pravo upravljanja u akcionarskom društvu srazmerno visini uloženog kapitala,

- Pravo na deo ostvarenog profita (dividende) srazmerno uloženom kapitalu,
- Povlačenje iz akcionarskog društva preko prodaje akcija kupljenih od tog društva a time i povraćaj kapitala i izmenu njegovog oblika,
- Permanentno menjanje vlasnika kapitala preko promene vlasnika akcija (kupovina i prodaja) bez da se ugrozi sam kapital i reprodukcija akcionarskog društva,
- Permanentno vrednovanje kapitala na tržištu kapitala preko stepena racionalnog i efikasnog korišćenja kapitala.

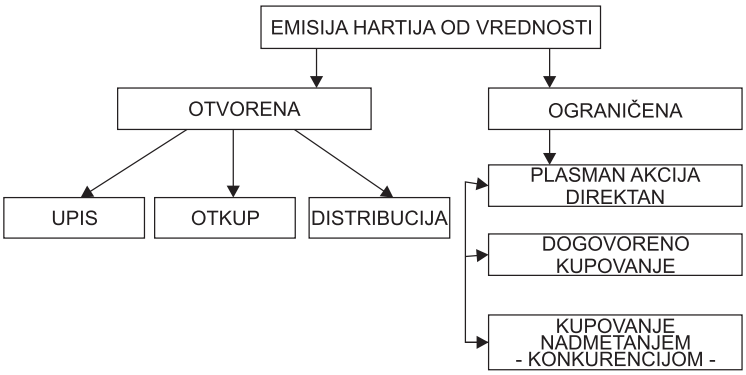
4. FINANSIRANJE I BONITET AKCIONARSKOG DRUŠTVA

Kapital akcionarskog društva predstavljen je u akcijama koje se mogu prenositi (menjati vlasništvo), koje čine vlasništvo akcionara i njihovo pravo da upravljaju društvom (korporacijom, kompanijom, preduzećem), uz snošenje dela odgovornosti za obaveze društva - saglasno visini uloženog kapitala. Emisija akcija i prikupljanje kapitala određeni su motivima koji su doveli do osnivanja društva. Na toj osnovi emisija i finansiranje korporacije mogu se vršiti na dva načina: 1) Otvorena emisija, 2) Ograničena emisija.

Otvorena emisija u stvari znači ponudu akcija javnim pozivom potencijalnim investitorima. Otvorena emisija može da se vrši direktno - kada prodaju akcija vrši samo društvo, ali i indirektno - preko neke investicione banke. Ako se vrši preko neke banke tada ona preuzima sve operacije pripreme, emisije, i distribucije akcija, preuzimajući, pri tome rizik za prodaju akcija. Ovaj oblik indirektne (posredničke) emisije obično traži i pripremu odgovarajućeg prospekta - koji sadrži sve elemente o emisiji i emitentu.[1275] Ograničena emisija akcija uglavnom je usmerena na sasvim određene kupce - poslovne banke, zavode za osiguranje, specijalizovane investicione fondove, neka druga akcionarska društva i sl. Ograničenoj emisiji se pribegava obično iz razloga da se osigura interes tih upisnika kapitala, ali i da se smanje troškovi emisije i posredovanja. Akcionarsko društvo se osniva prvom emisijom akcija. To je u stvari osnivački kapital. Stoga su akcije osnovni instrument za osnivanje akcionarskog društva. Naredne emisije akcija imaju za cilj da povećaju kapital društva (dokapitalizacija). Akcije su ne samo osnove za formiranje i uvećanje kapitala, već i faktor poslovanja i razvoja društva (korporacije, preduzeća). Pored akcija postoji i celi niz drugih oblika hartija od vrednosti u finansiranju korporacije, ali su dugoročni oblici (akcije i obligacije) osnovani oblici pribavljanja kapitala.

[1275] Šire o ovom obliku emisije videti u delu u kojem izlažemo ulogu banaka u primarnoj emisiji akcija.

METODOLOGIJA OSNIVANJA AKCIONARSKOG DRUŠTVA
NA OSNOVU EMISIJE HARTIJA OD VREDNOSTI



Obzirom na visinu i kvalitet upisa kapitala, poslovnu politiku akcionarskog društva, struktura sredstava, obaveze, poslovne rezultate i sl. redovno se vrši ocena boniteta preduzeća. To treba da pokaže koliko je preduzeće sposobno da uredno izvršava svoje obaveze. Bonitet se izražava preko celog niza indikatora boniteta koji daju realnu sliku finansijske i poslovne sposobnosti firme.

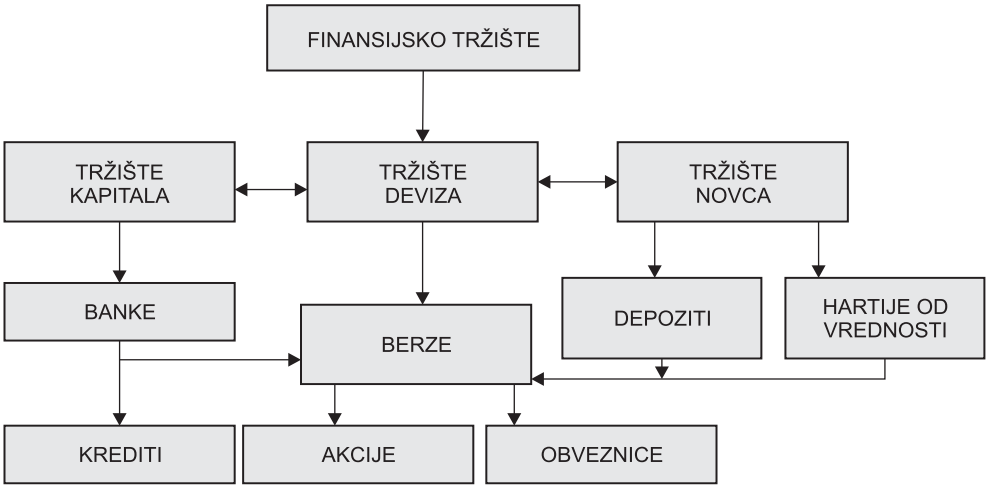
GLAVA DEVETA

FINANSIJSKO TRŽIŠTE I TRŽIŠTE KAPITALA

1. FUNKCIJE TRŽIŠTA KAPITALA

Tržište kapitala predstavlja skup odnosa ponude i tražnje dugoročnih i srednjoročnih finansijskih sredstava. Ovo je deo ukupnog finansijskog tržišta, koje obuhvata još i tržište novca i kratkoročnih sredstava.

STRUKTURA FINANSIJSKOG TRŽIŠTA



Kao što se vidi, tržište kapitala se sastoji iz bankarskog tržišta kapitala i berzanskog tržišta kapitala.

Na bankarskom tržištu kapitala pojavljuje se zajmovni kapital banaka. Banka se javlja u ulozi zajmodavca (iz dugoročnih depozita) a preduzeće kao zajmoprimac. Između dužnika i poverioca formira se direktan kreditni odnos, na osnovu dugoročnog bankarskog kredita. Na berzanskom tržištu kupuju se i prodaju akcije i obveznice. Berzansko tržište se naziva i sekundarno tržište kapitala. Teško je i gotovo nemoguće striktno odvojiti tržište novca od tržišta kapitala. Podela je gotovo hipotetička, odnosno radi se često o konvenciji. Jer, sve sa rokom do godine dana smatra se kratkoročnim ulaganjem a preko godine dugoročnim (investicionim). Međutim, danas postoje investicioni plasmani i na kraće rokove, posebno u razne finansijske oblike. S druge strane, postoji mehanizam stalnih prelivanja novca sa tržišta novca na tržište kapitala i obrnuto. Teško je

utvrditi šta je kratkoročno, a šta dugoročno po svojoj prirodi i funkciji, ovakva podela finansijskog tržišta više je formalne, a manje suštinske prirode. Istovremeno dolazi do stalnog prelivanja (pretvaranja) jednih u druge oblike sredstava. Zbog toga danas ne postoji stroga podela na kratkoročni i dugoročni sektor finansijskog tržišta.

U modernim privredama u kojima se brzo i lako kratkoročna sredstva "pretvaraju" u dugoročne plasmane, u kojima postoje brojni finansijski oblici koji se nalaze između kratkoročnih i dugoročnih sredstava, to postaje sve više jedinstveno tržište. Tržište kapitala predstavlja fini mehanizam sa brojnim institucijama, instrumentima i procesima kojima se vrši distribucija i alokacija finansijskih sredstava, najčešće u investicije. To je i osnovna funkcija tržišta kapitala - da se na njemu i preko njega koncentriše ponuda slobodnih sredstava (štednja) da bi se podmirile različite investicije (tražnja kapitala). Ako su nekome potrebna investiciona sredstva ona se mogu pribaviti na tržištu kapitala preko emisije obveznice (zajmovni kapital) ili emisijom akcija (akcijski ili vlasnički kapital). Na tom tržištu se traži dugoročni kapital za investicije. To je primarno tržište kapitala. Trgovanje u novim odnosima već ranije emitovanim hartijama od vrednosti (kupovina i prodaja) obično se naziva "sekundarno" tržište kapitala. Ovo tržište omogućava svim subjektima na tržištu kapitala da vrlo brzo menjaju strukturu svoje imovine i portfelja. Tako se planirana sredstva u dugoročne hartije od vrednosti prodajom na tržištu kapitala lako mogu pretvoriti u likvidna sredstva, u novac. Tržište kapitala omogućava da se slobodan kapital (štednja) usmeri u najrentabilnije projekte (investicije).

Ponudu na tržištu kapitala čine slobodna neutrošena sredstva (uglavnom štednja iz dohotka), kao odložena potrošnja. Na tržištu kapitala se emituju dugoročna sredstva u obliku različitih finansijskih instrumenata: akcije, obveznice, javnih zajmova, hipotekarni papiri, industrijske obveznice i dr. Motiv za ponudu ovih finansijskih oblika jeste dobit koja se može ostvariti preko kamate ili dividende. S obzirom na to da je rizik kod dugoročnih ulaganja veći u odnosu na kratkoročna ulaganja, to je i kamata, odnosno dividenda veća kod dugoročnih plasmana. Kada tražnja za dugoročnim kapitalom opada, nosioci ponude kapitala mogu ga plasirati u kratkoročne oblike (tržište novca), uz manji rizik i manji prinos na uloženi kapital.

Tržište kapitala može biti organizovano i neorganizovano. Organizovano je ono na kojem se odnosi ponude i tražnje finansijskih sredstava odvijaju preko odgovarajućih institucija. Najznačajnije institucije tržišta kapitala su berze hartija od vrednosti ili berze efekata. Svrha berze je da se koncentracijom ponude i tražnje na jednom određenom mestu utvrđuje tržišna cena hartije od vrednosti, novca, deviza i sl. Pored berze efekata organizovano tržište kapitala obuhvata i banke koje se bave dugoročnim ulaganjima. Sredstva za ovaj oblik kreditiranja banke prikupljaju emisijom obveznica, akcija, prikupljanjem dugoročnih depozita i šted-

nih uloga. Kao nosioci ponude uglavnom se javljaju osiguravajuća društva, investicioni fondovi, razne finansijske posredničke organizacije.

Neorganizovano tržište kapitala odnose se na direktne međusobne odnose subjekata koji kapital nude i subjekata koji ga žele investirati (tražnja kapitala). Veze se neposredno uspostavljaju, dok se cirkulacija kapitala odvija posredstvom različitih oblika hartija od vrednosti. Obzirom na karakter privrednog i finansijskog sistema, tržišnu privredu, razvijena tržišta, visok nivo slobodnih kapitala, odgovarajuća ponuda na tržištu kapitala, ali i druge bitne faktore za funkcionisanje kapitala (stabilnost privrede, funkcije kamate, profitni motivi, razvijen bankarski sistem i sl.) tržište kapitala - je vrlo razvijeno u razvijenim tržišnim privredama kapitalizma (SAD, V. Britanija, Nemačka, Japan, Francuska, Švajcarska i dr.). Transakcije finansijskim oblicima na ovom specifičnom tržištu kapitala nazivaju se kapitalne transakcije ili transakcije kapitalom. Tržište kapitala, obzirom na transakcije, može biti nacionalno i međunarodno tržište kapitala.

2. INSTRUMENTI TRŽIŠTA KAPITALA

2.1. Obveznice kao hartije od vrednosti

Obveznica je hartija od vrednosti kojom se izdavalac obavezuje da će licu naznačenom u obveznici, ili po njegovoj naredbi, odnosno donosiocu obveznice, isplatiti na određeni dan iznos naveden u obveznici, odnosno iznos anuitetskog kupona. Obveznice su po pravilu dugoročne, neotkazive i lako prenosive hartije od vrednosti (što je vrlo značajno za cirkulaciju na finansijskom tržištu). Obveznice izdavaocu služe za prikupljanje određenih dugoročnih sredstava za rešavanje krupnih investicionih zahvata. Obveznica mora da sadrži nekoliko osnovnih (bitnih) elemenata: 1) oznaku da je to obveznica, 2) firmu i sedište izdavaoca, 3) firmu i naziv kupca, 4) oznaku da obveznica glasi na donosioca, 5) iznos na koji glasi, 6) visinu kamatne stope kada je predviđeno plaćanje kamate, 7) procenat učešća u dobiti (kada je predviđeno), 8) rokove otplate kamate i glavnice, 9) mesto i datum izdavanja obveznice, 10) serijski i kontrolni broj obveznice, 11) faksimil potpisa izdavaoca obveznice.

Na poleđini obveznice označava se namena izdavanja, rokovi otplaćivanja glavnice i isplata kamata, odnosno anuiteta (amortizacioni plan). Na finansijskom tržištu pojavljuju se obveznice koje izdaje javni sektor, bankarski sektor i privatni sektor. Obveznice mogu biti garantovane i negarantovane, sa fiksnom kamatom i sa promenljivom kamatom, kao i pravom učešća u dobiti. Sve to mora biti naznačeno kada se pristupa emitovanju obveznica. Ako se izdaje obveznica sa garancijom, onda na prvoj strani mora biti ime garanta i njegovo sedište.

2.2. Tržišna cena obveznica

Izdavanje obveznica je postupak kojim se prikuplja potreban kapital za investicije. Zajmoprimac (izdavalac obveznice daje obećanje da će plaćati određeni novčani iznos u svakom periodu (kupon) sve do dana dospelosti obveznice - kada će zajmodavac vratiti (kao vlasniku obveznice) pozajmljenu svotu (glavnicu), koja predstavlja nominalnu vrednost obveznice. Uzmimo jedan primer. Izdavalac obveznice traži kapital od 100 dinara na tri godine uz 5% kamate godišnje. On obećava da će svake godine naplaćivati 10 dinara godišnje. Diskontovanjem pozajmljene svote imamo sledeće:

Vs =10/(1+0.005)+10/(1+0.0052)+10/(1+0.0053)+100/(1+0.0054) = 11.36

Diskontni faktor je posle prve godine 1/(1+0.005) ili 1/(1+i).Pošto se taj iznos može odmah da reinvestira po istoj kamatnoj stopi, sada je diskontni faktor za drugu godinu1/(1+0.0052). Na isti način formira se diskontni faktor za treću godinu. Pošto pozajmilac (vlasnik emitovane menice) mora posle treće godine da vrati celokupnu pozajmljenu svotu od 100 jedinica, ovaj iznos se mora svesti na sadašnju vrednost. Ukupan iznos sadašnjih vrednosti trogodišnjih prihoda iznosi 113,60 jedinica. Izdavalac obveznice će na tržištu moći da dobije ovu cenu obveznice. Dakle, sada imamo opšti obrazac:

$$Vs = \frac{k}{1+i} + \frac{k}{(1+i)^2} + \frac{k}{(1+i)^3} + \ldots + \frac{GL}{(1+i)^n}$$

Kod obveznica kod kojih se ne pojavljuje rizik tržišna cena jednaka je njenoj sadašnjoj vrednosti. Obveznica je rizična hartija od vrednosti, jer od momenta izdavanja do momenta isplate može doći do većih promena na finansijskom tržištu (promena kamate, veća neizvesnost ulaganja, pad profitne stope, recesije, povećani rizik i dr.). Može doći do pada cene obveznica, što je cenovni rizik koji snosi svaki vlasnik obveznice, ako bi npr. kamata u međuvremenu pala porasla bi sadašnja vrednost obveznice te bi njen vlasnik ostvario kapitalnu dobit. Kamatna stopa je osnovni faktor koji deluje na cenu obveznice, mada na nju deluje i bonitet obveznice i razni oblici rizika.[1276]

Moguće je da se pojave i obveznice bez kupona kada se izdavalac obveznice obavezuje da imaocu isplati celokupnu sumu (nominalni iznos obveznice) u momentu njene dospelosti (npr. posle tri godine). Tržišna cena se određuje na isti način kao i kod obveznice sa kuponom s tim što se kamata ne bi isplaćivala godišnje, već bi u momentu dospeća bila isplaćena glavnica i kamata. Izdavalac obveznice se nije obavezao da će nakon tri godine isplatiti 130 jedinica, što je označeno kao nominalna vrednost obveznice. Danas će se (pre isteka roka dos-

[1276] Postoje sledeći oblici rizika: finansijski rizik; tržišni rizik likvidnosti, rizik kupovne snage, cenovni rizik. Priroda ovih rizika je poznata te ih ovde nećemo šire izučavati.

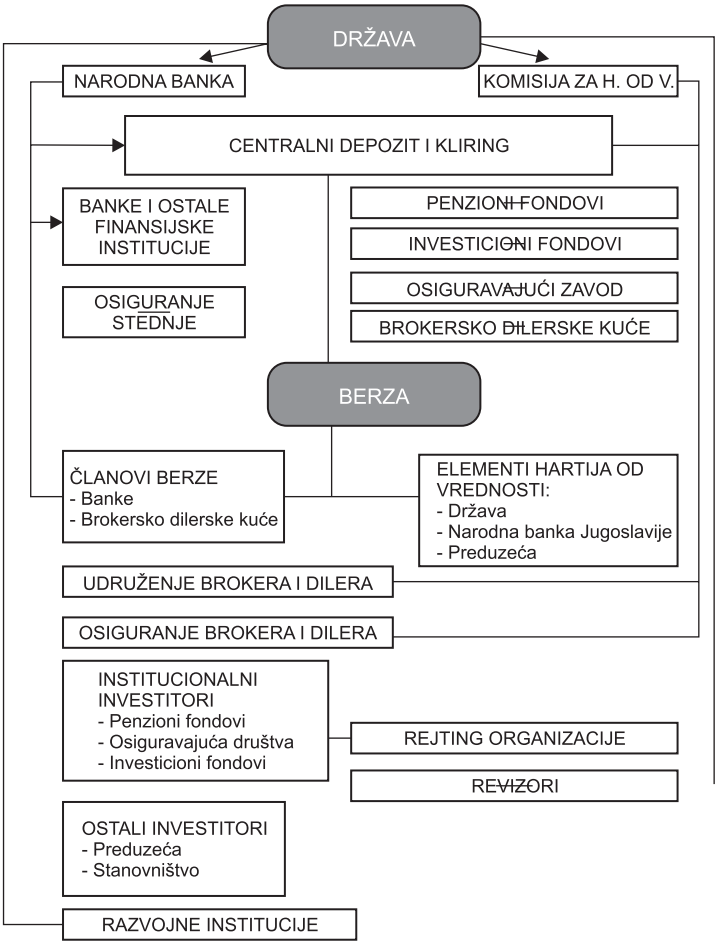
pelosti) obveznica prodavati po tržišnoj ceni od 113,60 jedinica. Obveznica se dakle prodaje uz diskont koji odgovara kamatnoj stopi od 5% godišnje.

2.3. Akcije i akcionarski kapital

Akcija je vlasnički finansijski instrument čijom kupovinom vlasnik akcije postaje nosilac vlasništva nad kapitalom (preduzeća, banke i dr.). Akcija omogućava ostvarivanje trajnog kapitala u imovini akcionarskog društva. Akcija omogućava pravo na deo dobiti (dividendu) iz poslovnih rezultata akcionarskog društva. Određeni oblik akcije omogućava odnosno daje pravo, na upravljanje akcionarskim preduzećem. Obveznice su, videli smo, dužničke hartije od vrednosti jer se njihovim izdavanjem stvara dug na strani izdavaoca obveznice. Glavnica duga mora da se vrati u trenutku dospelosti obveznice, dok se u međuvremenu plaća kamata označena u kuponu obveznice. Akcija omogućava izdavaocu (emitentu) osiguravanje trajnog kapitala preduzeća. Akcija predstavlja rizičniji instrument u odnosu na obveznicu. Akcionarsko društvo mora najpre da isplati kamate na isplate obveznice, a tek potom da raspoređuje dividende. Kamate se tretiraju kao svaki drugi rashodi i ne ulaze u dobit preduzeća. Kada se utvrdi dobit tada se isplaćuje eventualno učešće u dobiti zaposlenih, zatim se plaća porez na dobit, ostatak se deli na dividende i na deo koji se raspoređuje u rezerve (to je zadržana dobit kao izvor interne akumulacije korporacije). Rezidualni karakter dividendi ukazuje na to da vlasnici akcija snose mnogo veći rizik, jer dividende zavise od konačnog rezultata poslovanja, koji često može i da izostane ili da bude vrlo mali. Vlasnici obveznica dobijaju ugovorenu kamatu nezavisno od ostvarene dobiti.

Akcije su u uslovima inflacije manje fizični finansijski instrumenti. Obveznica koja nosi fiksnu kamatu u uslovima inflacije često je negativna (kamata) tako da je prihod od kamate inflatorno obezvređen. Akcije imaju varijabilnu dividendu, koja zavisi od visine dobiti. Pošto se inflacija ugrađuje i naduvava prihod preduzeća ona se time prenosi i na dobit i na dividendu. U uslovima visoke inflacije ulaganje u finansijske instrumente (postaje visoko rizično), jer i poslovanje najvećeg broja preduzeća postaje neizvesno, a time i finansijska ulaganja (kapitala) u uslovima visoke inflacije visoko rizična. Iz navedenog razloga jedan od bitnih faktora razvoja finansijskog sistema, finansijskog tržišta i svih oblika finansijskih instrumenata (akcije, obveznice, certifikati i sl.) jeste relativno stabilna privreda i niska stopa inflacije, te efikasna funkcija kamatne stope i osetljivost privrednih (i drugih) subjekata na promene kamatne stope.

UČESNICI NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU



Postoje obične (redovne) akcije - koje predstavljaju nekakav tip kombinacije akcije i obveznice. Uz obične postoje i prioritetne (povlašćene), koje su manje rizične u odnosu na obične, jer njihovi vlasnici imaju prvenstvo pri naplati dividende po unapred utvrđenoj stopi. Ako akcionarsko društvo u određenom periodu nije u mogućnosti da im isplati dividende, one se kumuliraju i moraju biti isplaćene pre dividendi na obične akcije. Prioritetne su rizičnije od obveznice pošto vlasnici ovih akcija mogu naplatiti dividendu tek nakon što vlasnici obveznica dobiju svoju kamatu. Obične deonice daju pravo upravljanja u deoničarskom društvu, dok to prioritetne uglavnom ne osiguravaju. Dividende po prioritetnim akcijama su deo dobiti akcionarskog društva te podležu oporezivanju dobiti preduzeća, dok se kamate tretiraju kao troškovi i izuzete su iz oporezivanja. Prioritetne akcije nisu, stoga toliko popularne i raširene u razvijenim tržišnim privredama kao što su to obveznice i obične akcije.

Akcije mogu biti osnivačke, kada se formira osnivački kapital deoničarskog preduzeća, (to su akcije prve emisije i nove akcije (dopunske emisije). Nove deonice se emituju radi povećanja kapitala (dokapitalizacija) akcionarskog društva. Jednom kada se izdaju akcije se gotovo nikada ne povlače sa finansijskog tržišta, tako da je obim novih akcija relativno mali u odnosu na njen broj i vrednost akcija.

3. FUNKCIONISANJE TRŽIŠTA I KAPITALA

3.1. Primarno tržište kapitala

Postoje četiri osnovna oblika tržišta kapitala: 1) Primarno, 2) Sekundarno, 3) Tercijarno tržište i 4) Internacionalno tržište kapitala (i finansijsko tržište). Na primarnom tržištu kapitala odvija se plasman nove emisije akcija. Učesnici ovog tržišta su akcionarska društva koja izdaju emisiju akcije i finansijski posrednici (intermedijatori). Kao finansijski privrednici najčešće se javljaju poslovne, komercijalne i investicione banke. Osim njih na ovom tržištu čeluju i javni nadzorni organi koji vrše kontrolu i regulišu ukupan proces izdavanja i prometa akcija, čime štite interese kupaca akcija (investitore), bez čega ovo tržište ne bi moglo funkcionisati. Na primarnom tržištu kapitala osnovnu ulogu imaju banke. One preuzimaju i obavljaju mnogo poslova. U ime izdavaoca akcija, to se odnosi na pripremne tehničke poslove, pribavljanje dozvola za emisiju, odnose sa centralnom bankom, regulaciju akcija, zaključivanje ugovora i preuzimanje plasmana akcija i dr. Banke često preuzimaju kompletno sve operacije oko emisije akcija. Često banke obrazuju konzorcijum preuzimajući celu emisiju nekog društva radi prodaje konačnim vlasnicima. Time banke preuzimaju funkciju spajanja ponude i tražnje za novim deonicama, ali pružaju i veliku sigurnost i izvesnost akcionarima (kupcima akcija).

3.2. Sekundarno tržište kapitala

Na sekundarnom tržištu se kupuju, prodaju već izdate akcije. Osnovni nosioci poslova i finansijski posrednici su brokeri. Najveće brokerske fime imaju zakupljeno mesto na berzi i ovlašćene su da na njoj rade. Ostali brokeri i banke koje upravljaju hartijama od vrednosti svojih komitenata ulaze na berzu posredstvom ovlašćenih brokera. Kada investitor da nalog za kupovinu ili prodaju akcija svom finansijskom posredniku, sa određenim uputstvima o ceni i broju akcija sa kojima želi da trguje, ovaj ga prosleđuje licu koje radi na berzi a koje se naziva “specijalista” za akcije deoničarskog društva, nazovimo ih DD akcije, koje investitor želi da kupi. “Specijalista” drži DD akcije kao komisionar (u svoje ime a za tudi račun) ili kao zastupnik (u tuđe ime i tuđi račun), a čest je slučaj da i on

sam poseduje jedan iznos ovih akcija. Ako u tom trenutku niko drugi ne nudi ove akcije na prodaju, on će ih prodati iz svog portfelja. Obično, uvek jedan broj vlasnika akcija daje nalog "specijalisti" da pod određenim uslovima proda ove akcije. Na drugoj strani, kod njega se slivaju svi dnevni zahtevi za kupovinom DD akcija preko ovlašćenih brokera. "Specijalista" tada postupa kao akcionar. On pokušava da odredi cenu akcija ka će u tom trenutku da izjednači ponudu i tražnju akcija. Ovaj proces određivanja cena se naziva akcija. Kako se tokom radnog dana slivaju različiti nalozi o kupovini i prodaji akcija, tako će akcionar da menja njihovu cenu. Posebno se registruje postignuta cena na kraju radnog dana kada se zatvara berza.

Kao što dnevne novine donose izveštaje o tekućim tržišnim cenama najznačajnijih obveznica, tako isto publikuju i informacije o cenama vodećih deonica. Na sledećoj tabeli dajemo jedan takav primer iz Wall Street Journala od 31. oktobra 2000. g. koji se odnosi na kotaciju akcija na Njujorškoj berzi u Wall Streetu.

TRŽIŠTE AKCIJA I OBVEZNICA
- Dnevni izveštaj –

52 Week					Yid P. E. Sales				
High	Low	Stock	Div.%	Ratio-A-A-	100s	High	Low	Close	Net Chg
37	½ 9 1/1	AAR	48	4.5 7	554	10	7/8 10	1/4	10 5/8-1/4
9	3/4 7 ¼	ACMn	1.01	12.4..	341	8	1/4 8	1/8	8 1/8+1/8
11	1/2 8 1/3	ACMIn	1.26	12.6..	746	10	9	7/8	10+ 1/8
9	1/4 6 ½	ACMMn	1.01	13.7..	339	7	3/8 7	1/4	7 3/8...
12	1/8 10	ACMMM	1.50	12.9..	119	11	3/4 11	5/8	11 5/8...
11	1/2 8 5/8	ACMc	1.26	13.1..	1155	9	3/4 9	1/2	9 5/8+1/8
9	3/8 7 ¼	ACMSp	1.01	12.6 .	455	8	1/8 8		8 - 1/8
24	5/8 15 ½	ALLab	16	9.16	8	18	1/8 18		18 - 1/8
5	3/4 1	AMInti		…	1301	1	1/4 1		1 - 1/8

U prve dve kolone, pre imena akcionarskog društva, navedena je najviša i najniža cena akcije pre godinu dana. Vidimo da akcije firme AAR su prošle godine imale najvišu cenu od USD 37,50 ali da su onda pale na najniži nivo od USD 9,50. Posle imena firme (AAR) naveden je iznos godišnje dividende koju odbacuje jedna akcija u visini od USD 0,48. Iza toga je naveden procenat prinosa deonice od 4,5% koji predstavlja odnos dividende i cene deonice pri kojoj je poslednja transakcija obavljena tog dana (0.48/10,63 = 4.5%). Sledeća kolona pokazuje odnos cena i zarade deonice (7). Ona se definiše kao odnos između cene

deonice i prošlogodišnje neto zarade akcionarskog društva po jednoj deonici. To je pokazatelj da li tekuća cena deonica precenjuje ili potcenjuje neto imovinu akcionarskog preduzeća. Kolona iza nje daje podatke o obimu trgovine sa deonicama prethodnog dana. U našem primeru 55.400 deonica AAR kompanije je promenilo vlasnika. Naredne tri kolone pokazuju najvišu i najnižu dnevnu cenu deonica i njenu tržišnu cenu po kojoj je poslednja transakcija obavljena tog dana. U našem primera 55.400 deonica AAR kompanije je promenilo vlasnika. Naredne tri kolone pokazuju najvišu i najnižu dnevnu cenu deonica i njenu tržišnu cenu po kojoj je poslednja transakcija obavljena tog dana. Ova poslednja cena je iznosila USD 10.63. Zadnja kolona govori o neto promeni cene akcije u odnosu na prethodni dan (-1/4 znači da je opala za USD 0,25). Kao što vidimo akcije prve navedene kompanije na Njujorškoj berzi se ne kotiraju baš sjajno u odnosu na prethodnu godinu.[1277]

3.2.1. Tržišna cena akcija

Cena akcija se formira na tržištu kapitala. U određivanju tržišne cene ne postoji nikakva pravilnost. Više su to slučajna i izuzetno nepredvidiva kretanja koja zavise od velikog broja faktora koji deluju na ukupnom finansijskom tržištu. Mesto na kojem se susreće ponuda i tražnja akcija naziva se berza akcija. Takva berza često doživljava prava haotična kretanja, berzanske šokove i prave krahove na berzama. Poznati su finansijski slomovi (krah), Njujorške, Londonske, Frankfurtske, Tokijske berze. Da bi se donekle suzbilo haotično i nepredvidivo kretanje i ponašanje berzi (slom) uvedeni su određeni indeksi cena akcija koji se redovno prate kao važni indikativi za stanje na berzi. Tako je uveden Daw-Jonson indeks cena akcija, Ikei indeks i sl. Prema kretanju cene akcija najvećih korporacija obuhvaćenih u takve indekse određuje se i stanje na berzi.

Povećanje cene akcija (up) koje označava kao besa cena akcija, odraz je povoljne konjunkture i povoljnih izgleda za investicije. Tražnja akcija se povećava i cena im raste. Suprotno tome pad cena akcija (down) označava se kao hosa akcija, a odraz je nepovoljne privredne i finansijske situacije u ekonomiji (recesija, nezaposlenost, visoka inflacija, pad investicija). Opadanje povoljnih izgleda za investicije dovodi do pada tražnje za akcijama (ulaganje kapitala), povećava se suzdržanost od investicija, cena akcija na berzama opada. Ako je privredna situacija izvesna i poslovni izgledi povoljni, konjunktura dobra i uslovi investiranja dosta povoljni tada se radi o sigurnim akcijama, uz mali rizik. Tada nam je poznata stopa prinosa akcije (r), i buduća tržišna cena, akcije (At), koja uključuje dividendu i kapitalnu dobit. Pošto je poznata i sadašnja vrednost akcije Ao, tada imamo sledeći odnos:

[1277] Dr M. Labus: Savremena politička ekonomija, Beograd, 1991, str. 105 - 106.

$$A_0 = \frac{1}{1-r} \times At$$

Tržišna cena akcije u potpuno sigurnim i izvesnim uslovima poslovanja svodi se na sadašnju vrednost, koja se dobija na osnovu diskontovanja buduće vrednosti akcije po odgovarajućoj stopi.

Cena rizičnih akcija koja se formira u uslovima neizvesnosti budućih kretanja, visokog rizika ulaganja i sl. Rizik od ulaganja u akcije čija se cena teško može predvideti u budućnosti (kao i profit korporacije) je redovno prisutan. Stopa prinosa na akcije je neizvesna, jer je i profit akcionarskog društva neizvestan. Odnosi ponude i tražnje su neizvesni i nepredvidivi, nalaze se i pod delovanjem čitavog niza neekonomskih faktora tako da su šokovi na tržištu mogući. Neizvesnost je povezana sa rizikom ulaganja. Vlasnici kapitala reaguju na povećani rizik na dva načina:Ako su spremni i pored povećanog rizika na ulaganja kapitala, tada biraju preduzeća za koja postoji opšte uverenje da su stabilna i profitna.

GLAVA DESETA

TRŽIŠTE KAPITALA I BERZE EFEKATA

1. MISTERIJE NOVCA I FINANSIJSKOG KAPITALA

Dobrodošli u zbunjujući često potpuno nepoznati svet novca, kapitala, štednje i investicija, berzi i berzanskog poslovanja (finansijskih tržišta). To je svet koji se često čini odvojen od našeg svakodnevnog života, ali direktno utiče na sve naše odluke, ponašanje, raspoloženje, planove, budućnost. Misterije savremenog novca u svim njegovim pojavnim oblicima su dostigle svoj najviši domet u sferi finansijskih tržišta (tržišta kapitala). To se posebno odnosi na pojam, kategorije, jezik učesnike, strategije, ponašanje, velike zaokrete (lomove i razvoj), visoke rizike i dobiti na savremenim berzama. Najveći deo stanovništva se pita kako funkcioniše berza? Kako se u opštoj gužvi koja se vidi ljudi snalaze, kako komuniciraju, kako se sklapaju poslovi, kako kapital cirkuliše preko berzi, kako dolazi do velikih lomova berzi koji potresaju cele nacionalne privrede, a često i svetsku ekonomiju u celini. Da li biste se snašli na berzi? Kada biste i u kakve hartije od vrednosti uložili svoj novac? Znate li da čitate berzanske izveštaje, finansijske trendove i pokazatelje?

Da li uopšte dovoljno poznajete mehanizam funkcionisanja tržišta novca i kapitala sa svim učesnicima, instrumentima, tokovima i efektima? Morate li biti "dovoljno pismeni" na ovom području ili pravi finansijski ekspert da to pratite ili učestvujete u ovom zagonetnom i zbunjujućem svetu novca i finansijskog kapitala - prosudite sami. Konačno, kada biste imali slobodan novčani kapital (štednju), lično ili preduzeća kojim rukovodite, da li biste ga uložili u banku (uz određenu kamatu), plasirali u kupovinu akcija drugih preduzeća ili banaka, kupovinu obveznica (države, centralne banke, neke poslovne banke, preduzeća), odnosno investirali u sopstveno preduzeće? Sve to traži određenu procenu prinosa, vremena angažovanja kapitala, sigurnosti povraćaja sredstava, određene olakšice za ulaganja kroz fiskalnu politiku, vremena formiranja i angažovanja sredstava (likvidnosti), rizika ulaganja, dugoročnih ciljeva ulaganja i dr. Radi se, dakle, o politici plasmana kapitala (ulaganja) i efektima koji se očekuju. Treba uz to poznavati odnose i mehanizme finansijskog tržišta, stanje i očekivanja u privredi, provera efekata, makroekonomska politika, ali i veoma detaljno složeni svet i mehanizam delovanja tržišta novca i tržišta kapitala (finansijskog tržišta) te bankarski sistem u celini. Problemi izgledaju vrlo složeni, pravi lavirint, no kada se ovlada ovim problemima, tada se uočava njihova logika i određene zakonitosti delovanja. Stoga, njih treba savladati i njima ovladati.

2. VRSTE TRŽIŠTA KAPITALA

Tržište kapitala se definiše kao organizovano susretom ponude i tražnje slobodnih dugoročnih finansijskih sredstava. Na tom tržištu se susreću ponuda i tražnja investicionih novčanih sredstava (štednja) i tražnja takvih sredstava, ako i ponuda i tražnja dugoročnih hartija od vrednosti. Tržište kapitala se sastoji iz: 1) Tržišta dugoročnih kredita, 2) Tržišta kratkoročnih sredstava i 3) Tržišta efekata (dugoročnih hartija od vrednosti). Tržište kapitala obično je organizovano kao tržište dugoročnih novčanih sredstava i tržište efekata. Tržište dugoročnih novčanih sredstava predstavlja tržište na kome se susreću ponuda i tražnja investicionih sredstava. Na tom tržištu se obično javljaju banke, finansijski subjekti i preduzeća, zavodi za osiguranje i investicioni fondovi. Dugoročni kreditni odnos banaka i komitenata spada u tržište kapitala.

Tržište dugoročnih hartija od vrednosti (securities market) odnosno tržište efekata, javlja se kao primarno i sekundarno tržište efekata. Primarno tržište efekata, videli smo, odnosi se na prvu emisiju efekata, dok se sekundarno odnosi na kasnije kupovanje i prodaju ranije emitovanih efekata na primarnom tržištu. Kupovina i prodaja hartija od vrednosti može da se vrši na zvaničnoj berzi (berzanski promet) i van berze kao vanberzanski promet. Na primarnom tržištu kapitala vrši se emisija akcija i obveznica. Emisiju može da vrši i korporacija (preduzeće) koje ima veliki rejting, uz saglasnost državne i berzanskih organa koji vrše kontrolu uslova emisije akcija ili obligacija. Time se sprečava emisija hartija od vrednosti stalnog kvaliteta i štite investitore. Postoje tri osnovna oblika primarne emisije dugoročnih hartija od vrednosti:

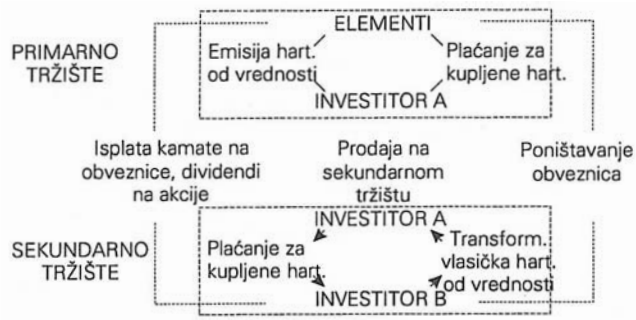
1. Direktna emisija,
2. Indirektna emisija,
3. Interna emisija.

Direktna emisija predstavlja takvu emisiju u kojoj su emitent i investitori u direktnoj vezi, bez posrednika (banaka). Direktnu emisiju uglavnom vrše velike korporacije sa krupnim kapitalom, ugledom i rejtingom. Time se ostvaruje direktan plasman akcija. Kod indirektne emisije ne može da se izbegne posredovanje investicione banke kao specijalizovane institucije za vršenje svih aktivnosti oko pripreme, emisije i plasmana hartija od vrednosti. Angažovanje banka obično je vezano za: 1) Direktno kupovanje akcija (emitent i banka direktno ugovaraju sve uslove emisije i prodaje), 2) Konkurenrno izabrana investiciona banka koja ponudi najbolje uslove, 3) Ostvarivanje sigurnih komisionih aranžmana sa bankom (banka u stvari vrši komisioni posao).

Interna emisija hartija od vrednosti se vrši kada se emisija vrši na osnovu dobiti stvorene u preduzeću. Ostvarena dividenda se ne isplaćuje u gotovom, već se u visini dividende emituju dividendne akcije. Na taj način se želi - s jedne strane uvećanje kapitala firme, a sa druge zadržavanje učešća postojećih akcionara u preduzeću. Interna emisija se vrši kada se, prema zakonu, kapital firme deli na

akcije, a obe podele zaposlenima u preduzeću i menadžerima. To je poznati tip internog akcionarstva ili radničkog akcionarstva. Emitovane interne akcije nisu predmet kupovine i prodaje na tržištu kapitala, mada mogu biti i otvorenog tipa - kada treba sveži kapital preduzeću (prodaja akcija). Sekundarno tržište kapitala predstavlja takvo tržište efekata na kojem se vrši kupovina i prodaja efekata koji su ranije emitovani. Vlasnici prodajom dolaze do likvidnih sredstava. Sekundarno tržište kapitala omogućava da jednom emitovane akcije stalno ostaju u cirkulaciji na tržištu, mada menjaju vlasnika. Transakcije na sekundarnom tržištu kapitala vrše se među različitim učesnicima.[1278]

TOKOVI IZMEĐU PRIMARNOG I SEKUNDARNOG TRŽIŠTA KAPITALA



Odnosi između emitenta hartija od vrednosti i investitora, preko cirkulacije hartija od vrednosti i plaćanja, jasno se vidi iz prethodne slike. Treći oblik tržišta kapitala je direktno kupovanje ili prodavanje dugoročnih hartija od vrednosti (preko šaltera) i to sa hartijama sa kojima se trguje na berzama i kojima se urvrđuje kurs na berzama. Ovde su osnovni učesnici na tržištu investicionalni investitori, kompanije, specijalizovani fondovi za plasman kapitala banke, osiguravajuća društva i dr. Ovaj oblik tržišta je direktna konkurencija berzama. Četvrti tip tržišta kapitala i dugoročne hartije od vrednosti odnosi se na tržište na kojem učestvuju institucionalni investitori, kao što su penzioni fondovi, osiguravajuća društva, investicione kompanije ili pojedinci sa ogromnim finansijskim kapitalom.

Tržište kapitala, videli smo, može biti organizovano ili službeno (efektne berze). Efektne berze kao organizovano sekundarno tržište kapitala ima značajnu ulogu i funkcije u finansijskom sistemu svake zemlje. To pitanje šire razmatramo na drugom mestu.

Neorganizovano ili neslužbeno tržište kapitala predstavlja takvo tržište hartija od vrednosti na kojem se promet kapitala odvija bez posredovanja berze. To ne predstavlja posebnu finansijsku instituciju. Često je promet velikog broja hartija od vrednosti na ovom tržištu veći od prometa na berzama. Trgovanje

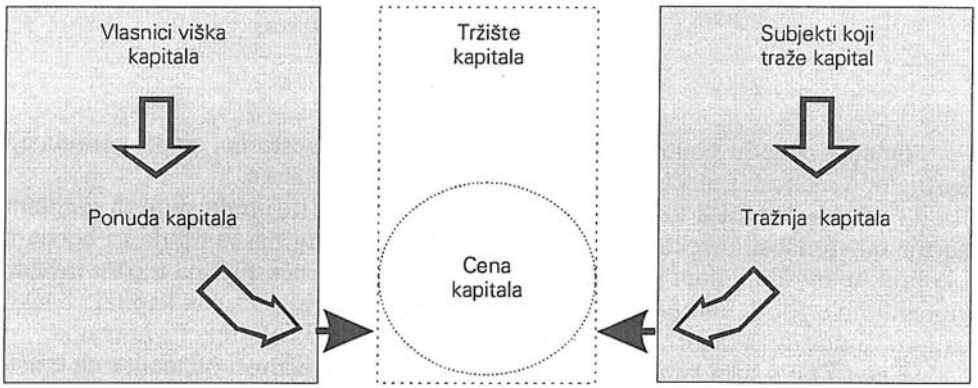
[1278] Pregled učesnika tržišta kapitala dajemo u posebnom delu, kao i njihovu ulogu i funkcije na tom tržištu.

hartijama od vrednosti na ovom tržištu odvija se najčešće direktno između dilera i brokera, koji istupaju za račun klijenata, često koristeći pri tome telefon, faks, kompjuter. Tehnika i brzina trgovanja su vrlo razvijeni. Vanberzansko trgovanje hartijama od vrednosti šire smo istražili u posebnom delu ovog rada.[1279]

3. INSTITUCIJE NA TRŽIŠTU KAPITALA

Tržište kapitala predstavlja mehanizam preko koga se susreću ponuda i tražnja dugoročnih novčanih sredstava sa osnovnim ciljem kapitalizacije (ostvarivanje profita). Kao i svako tržište na ovom specifičnom tržištu javljaju se ponuda i tražnja kapitala (štednja) i dugoročnih hartija od vrednosti - što je samo specifičan oblik finansijskog plasmana investicionih novčanih sredstava. Različiti subjekti koji imaju trenutno višak novčanog kapitala (neuposleni novčani kapital) na tržištu kapitala javljaju se na stranu formiranja ponude kapitala.

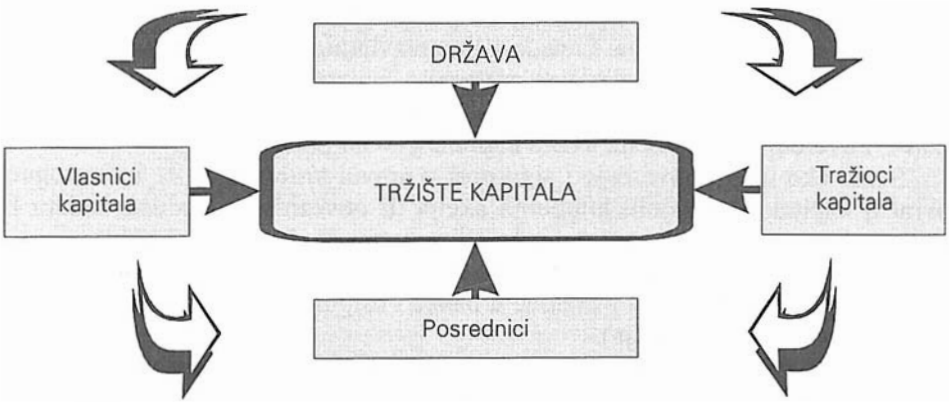
TRAŽNJA I PONUDA KAPITALA



Sa druge strane brojni subjekti koji imaju potrebe za finansijskim sredstvima za određena ulaganja (investicije) javljaju se na strani formiranja tražnje kapitala. Mehanizam koji približava i suprotstavlja ponudu i tražnju kapitala je tržište kapitala, sa odgovarajućom cenom kapitala. Na tom tržištu se javljaju i određeni posrednici između vlasnika viška (ponude) kapitala i uzajmilaca (tražnje) kapitala.

[1279] Videti deo: Vanberzansko trgovanje hartijama od vrednosti.

SUBJEKTI NA TRŽIŠTU KAPITALA



Na tržištu kapitala javljaju se sledeći učesnici, grupisani funkcionalno:

1. Vlasnici kapitala, odnosno ponuđači kapitala. Ovde spada veliki broj subjekata koji raspolažu slobodnim novčanim kapitalom, koji nastoje da ga oplode (kapitalizuju). Ovde spadaju: banke, privredni subjekti, država, stanovništvo. Plasman kapitala omogućava im dobijanje kamate (obveznice) ili dividende (akcije).

2. Tražioci kapitala na tržištu u koje spada veliki broj preduzetnika, menadžera, preduzeća, banaka, država, stanovništvo - koje trebaju kapital za ulaganje iz kojih očekuju profit. Oni su spremni da plate kamatu ili dividendu[1280] u zavisnosti o kakvim hartijama od vrednosti je reč.

3. Finansijski posrednici na tržištu kapitala (finansijskom tržištu) koji predstavljaju institucije koje treba da omoguće lako susretanje ponude i tražnje kapitala i procese njihovog uravnotežavanja. U ovu grupu uglavnom se mogu svrstati sledeće: banke, druge finansijske institucije, posredničke institucije, berze i dr. Broj i vrste posrednika zavise od nivoa razvoja finansijskog sistema, finansijskog tržišta, a posebno tržišta kapitala.

4. Država i državni organi kao učesnici (na strani ponude i tražnje) regulatori odnosa na tržištu kapitala (berzi) i kontrolori tržišta kapitala.

5. Svi ovi učesnici na tržištu kapitala, videli smo, mogu biti institucionalizovani i vaninstitucionalni (kada deluju kao netržišne institucije).

Često se učesnici na tržištu kapitala posebno tretiraju kao: investitori, banke, preduzetnici, specijalizovane finansijske institucije, berze, država. Banke se na tržištu kapitala, vidimo, mogu javiti u nekoliko funkcija: investitora, preduzimača, ponuđača kapitala, posrednika na berzi. Država se uglavnom javlja kao: investitor, preduzetnik, ponuđač kapitala, regulator tržišta i kontrolor.

[1280] Država deluje određenim instrumentima makroekonomske politike i na vlasnike kapitala (ponudu) i na tražioca kapitala (investitore) u sk

Investitori na tržištu kapitala moraju imati puno poverenje u mehanizam tržišta kapitala, sigurnost, stabilnost, investicije ovog tržišta, a s druge strane u državu kao regulatora i kontrolora ovog tržišta. U razvijenim tržišnim ekonomijama ovi uslovi uglavnom su ispunjeni, osim u periodima kriza koje duboko potresaju berze i finansijska tržišta. U nedovoljno razvijenim privredama i sa nerazvijenim finansijskim tržištem uglavnom poverenje investitora u ove institucije (čak i banke, bile privatne ili državne) izostaje, ali i u regulativnu i kontrolnu moć države. Poverenje u institucije tržišta kapitala obično je dosta nisko. Samo ako imaju poverenje i sigurnost u pravni sistem, koji će im omogućiti povraćaj kapitala (prodajom kupljenih akcija ili obveznica) i urednu isplatu kamate ili dividende, investitori će pokazati spremnost da svoj kapital usmere na tržište kapitala i kupovinu određenih hartija od vrednosti. U protivnom slobodni (neuposleni) novčani kapital usmeriće u banke i osigurati čvrsti kamatni prinos (to su uglavnom sigurna ulaganja).

Regulativa na tržištu kapitala ne sme da investitora dovede u neravnopravan položaj u odnosu na druge učesnike na ovom tržištu. Korisnici kapitala javljaju se na tržištu kapitala kao kupci kapitala (od investitora). Aktivnosti korisnika (tražioca) kapitala svodi se na primarnu emisiju efekata i sve operacije koje se tiču sekundarnog tržišta kapitala (trgovina ranije emitovanim hartijama od vrednosti). Sve što se tiče donosa investitora prema tržištu kapitala, o čemu je napred bilo reči, odnosi se i na tražioce kapitala.

Posrednici na tržištu kapitala su institucije koje deluju na brzinu, obim i kvalitet transakcija na ovom tržištu. Razvoj finansijskog tržišta i razvoj (broj i kvalitet) finansijskih posrednika su u direktnoj vezi. U finansijske posrednike na tržištu kapitala uglavnom se svrstavaju sledeće institucije: 1) Banke, 2) Druge finansijske organizacije kao posrednici, 3) Investicioni fondovi, 4) Berze, kao specijalizovane institucije na tržištu kapitala.

Banke kao posrednici na tržištu kapitala su dominantne institucije ovog tržišta. One se javljaju istovremeno kao investitori koji plasiraju svoj kapital na tržištu kapitala (u svoje ime i za svoj račun), korisnici (tražioci) kapitala i komisionari (posrednici) koji mobilišu kapital u svoje ime, a za račun investitora. U razvijenim tržišnim ekonomijama sa razvijenim tržištem kapitala banke učestvuju u svim transakcijama na tržištu kapitala između 35% i 80%, a u nekim privredama i preko 90%.[1281] Pored banaka u nekim zemljama kao učesnici na tržištu kapitala javljaju se i štedionice i štedno-kreditne zadruge.

Investicioni fondovi u većini razvijenih privreda javljaju se kao najpogodniji oblik mobilizacije kapitala, ali i kao velika konkurencija bankama. Fondovi se osnivaju kao akcionarska društva ili kao javno-pravni subjekti. Osnivači investicionih fondova su privredni subjekti vlasnici kapitala, drugi vlasnici kapitala, a to može biti i država. Fondovi se smatraju nebankarskim finansijskim institucijama. Investicioni fondovi mogu imati zatvoren ili otvoren oblik. Zatvoren tip inves-

[1281] Dr Tihomir Jovanovski, op. cit., str. 167.

ticionog fonda imamo kada vlasnici akcija fonda mogu slobodno da ih prodaju na sekundarnom tržištu kapitala. Investicioni fondovi otvorenog tipa osnivaju se na isti način (akcionarstvo) s tim da vlasnici akcija mogu da ih prodaju direktno i drugim fondovima, čime mogu povlačiti kapital uložen u određeni investicioni fond. Investicioni fondovi mogu biti osnovani i od strane države, što je često slučaj u nerazvijenim privredama i privredama koje nemaju razvijeno finansijsko tržište, posebno tržište kapitala. Osnovni ciljevi osnivanja investicionog fonda su: lakše dolaženje do velikog broja malih, sitnih štediša; osiguravanje visokog stepena sigurnosti investitorima za uloženi kapital, a često i sasvim određeni projekti za koje se prikuplja kapital.

Ka specijalizovani finansijski posrednici na tržištu kapitala uglavnom se javljaju sledeće institucije: 1) Osiguravajuća društva, 2) Penzioni fondovi, 3) Holding kompanije, 4) Specijalizovane institucije za preuzimanje i plasman primarne emisije hartija od vrednosti, 5) Privatae brokerske i dilerske kuće, 6) Konsalting firme. Osiguravajuća društva i penzioni fondovi i dr. su najpoznatiji specijalizovani posrednici koji imaju institucionalni karakter. Ovo se posebno odnosi na razvijene privrede. Oni raspolažu velikom masom kapitala. Ova društva i njihov kapital u velikom meri utiču na uravnotežavanje ponude i tražnje na tržištu kapitala.

Holding kompanije i druga snažna akcionarska društva u svom sastavu često imaju posebne finansijske institucije koje posluju na tržištu kapitala u svoje ime a za račun holdinga.

Institucije za preuzimanje i plasman efekata predstavljaju snažnu grupu učesnika na tržištu kapitala (tržište efekata) čiji je osnovni cilj zarada u vršenju spekulativnih poslova. Ove institucije preuzimaju emitovane efekte po nominalnom (emisionom) kursu, a prodaju po tržišnom - koji je uglavnom viši. Poslovi i investicije koje se bave spekulativnim poslovima su pod stalnom kontrolom države, kontrolnih institucija i berzanskih organa.

Berze kao posebne institucije tržišta kapitala široko smo obradili u drugim delovima ovog rada i nema potrebe da ovde o njima šire govorimo. Država na tržištu kapitala ima ogromnu ulogu. Videli smo da se država na tržištu kapitala može da javi sa različitim ulogama: kao investitor, kao korisnik (tražilac) kapitala, kao regulator i kontrolor tržišta. Uloga države kao investitora ili korisnika kapitala je veoma značajna, jer često se država javlja kao veliki investitor ili tražilac kapitala. Država se često javlja kao najveći korisnik kapitala odnoseći sa tržišta kapitala najveći deo. To je poznati "efekat istiskivanja", kada država istiskuje privatai kapital sa tržišta kapitala.

Ako se na tržištu kapitala pojavi uznemirenost (oscilacije na berzi, kriza berze) tada se država često javlja kao regulator ponude i tražnje i smirivanje tržišta (berze). Ako je ponuda kapitala mala prema tražnji država se često javlja ponudom kapitala (investitor), čime smiruje negativne berzanske oscilacije. Ako se javlja veća ponuda od tražnje kapitala tada se država javlja kao tražilac (koris-

nik) kapitala, čime vrši stabilizirajuću funkciju na ovom tržištu. Država time slično deluje na tržištu kapitala, kao što centralna banka deluje preko "politike otvorenog tržišta" na tržište novca kratkoročnih hartija od vrednosti. Delujući u funkciji regulatora i kontrolora na tržištu novca država mora da deluje objektivno i neutralno, ne zastupajući pojedinačne ili grupne interese. Regulativna uloga države mora biti autonomna, ali i vrlo efikasna zbog poverenja svih subjekata tržišta kapitala. Najčešće se državna regulativna funkcija na tržištu kapitala svodi na sledeće:

1. Regulisanje pristupa svih subjekata na tržištu kapitala,
2. Subvencionisanje kamata za određene prioritetne sektore,
3. Fiskalne beneficije i stimulansi na pojedine hartije od vrednosti (sektora, grana, ekonomskih subjekata),
4. Premiranje pojedinih oblika štednje i formiranje kapitala,
5. Delovanje na snižavanje kamatne stope,
6. Delovanje na smanjenje ili povećanje tražnje kapitala na finansijskom tržištu,
7. Preduzimanje određenih mera i instrumenata kojima se ograničava ili povećava proces transformacije novca u kapital u okvira bankarskog sistema,
8. Provođenje određene monetarne politike preko centralne banke kojom se olakšavaju ili otežavaju uslovi formiranja likvidnosti kapitala, ali i investicione želje subjekata,
9. Preduzimanje mera kojima se štite kako ulagači kapitala, tako i korisnici kapitala na tržištu.

Država u ulozi regulativa tržišta kapitala tu ulogu ostvaruje preko celokupnog instrumentarija koji ima na raspolaganju:

1. Zakonska regulativa kojom se regulišu sva pitanja sistemskog karaktera a koja se tiču funkcionisanja tržišta kapitala,
2. Formiranje određenih institucija države koji treba da vrše nadzor ili daju odobrenje za rad (Komisija za registraciju emisije hartija od vrednosti, Komisije za davanje saglasnosti za plasman emisije na berzi efekata).

Država ima i ulogu kontrolora i revizora ukupnih odnosa na tržištu kapitala i poslovnih transakcija, čije sprovođenje osigurava preko veoma razgranatog i efikasnog aparata. Ovde se ima u vidu kontrola urednog sprovođenja zakonske regulative na tržištu, kontrola i nadgledanje rada efektne berze i organa berze, kontrola portfelja efekata kod subjekata tržišta kapitala, kontrola svih vidova informacija na tržištu kapitala, posebno informacije sa berze i dr.

U svim odnosima na tržištu kapitala i delovanju institucija ovog tržišta bitaa su dva načela: 1) Načelo međusobnog poverenja, i 2) Načelo zajedničke (dvostrane) koristi učesnika na tržištu.

4. TRŽIŠTE KAPITALA I BERZE

Berza predstavlja posebno stalno tržište na kojem se, po unapred utvrđenim kriterijima i pravilima, ali i vremenskim sekvencama, kupuje određena roba. Predmet kupovanja i prodaje na berzama mogu biti novac, devize, hartije od vrednosti (akcije, obveznice) i roba. Sa stanovišta predmeta poslovanja sve berze se mogu podeliti na:

a) Efektne berze (ili tržište kapitala),
b) Novčane berze (tržište novca),
c) Devizne berze,
d) Robne ili produktne berze.

4.1. Efektivne berze (tržište kapitala)[1282]

Šta su efektne berze ili berze efekata? Kako funkcionišu berze? Ko se može pojaviti na berzi? Kakve su funkcije berzi? Sve su to pitanja koja se moraju postaviti. Tržište kapitala (efektne berze) odnose se na onaj deo finansijskog tržišta na kojem se kupuje i prodaje finansijski kapital (akcije, obveznice, certifikati). Tržište kapitala obezbeđuje investitorima - preduzećima, pojedincima, društvima, korporacijama, državi, dolazak do slobodnih (ponuđenih) kapitala, uz brzu izmenu strukture investicionih portfelja, transformaciju štediša (vlasnika kapitala) u poverioce, uz alokaciju finansijskih sredstava u rentabilne investicione projekte. Efektna berza stoga predstavlja specijalizovano tržište kapitala na kojem se vrši komisiona prodaja hartija od vrednosti dugoročnog karaktera (uglavnom iznad roka od jedne godine). Berza efekata, dakle, predstavlja finansijsku instituciju na kojoj se koncentriše ponuda i tražnja kapitala (novčanog i efekata).

U čemu je smisao akcionarskog (berzanskog) poslovanja? Osnovni smisao je u tome što se preko berzi (tržišta kapitala) vrši ubrzavanje i uvećavanje privrednih i finansijskih tokova putem emisije i prometa svih vrsta hartija od vrednosti (kako kratkoročnih, tako i posebno, dugoročnih). Poseban značaj, čak dominantan, imaju akcije i obveznice. Smisao trgovanja efektima je u tome da se svi nalozi za kupovinu efekata izvrše po najnižim cenama, a svi nalozi za prodaju

[1282] U zavisnosti od vrste poslova razlikujemo različite vrste berzi. Međutim, zajedničko svim berzama je postojanje određenih organa berze: 1) Organ za rukovođenje berzom, 2) Komisija za registraciju i davanje dozvole za plasman emisije efekata na berzi, 3) Udruženje berzanskih maklera, 4) Berzanski sud, arbitraža i sud časti. Organ za rukovođenje berzom čine predstavnici banaka, zvanični makleri, i drugi članovi berze, emitenti efekata, investicioni fondovi i drugi institucionalni investitori. Poslovni organ berze donosi pravilnik o radu berze, donosi berzanske uslove za rad, vrši kontrolu i nadzor nad radom berze i vodi disciplinski postupak. Profesionalno udruženje maklera čine samo predstavnici zvaničnih maklera. Ono vrši kontrolu rada maklera, vrši raspodelu nadležnosti među maklerima, vrši kontrolu berzanskih kurseva, učestvuje u pripremi liste efekata koji se kotiraju na berzi. Komisiju za registraciju i davanje dozvole za plasman efekata na berzi sačinjavaju predstavnici banaka članova efektne berze, predstavnici firmi koje ne učestvuju na berzi. Osnovni zadatak Komisije proizilaci iz njenog naziva.

po najvišim cenama. To znači da se tekuće cene efekata formiraju na osnovu ponude i tražnje na tržištu kapitala. Informacije o izvršenim kupovinama i prodajama i cenama hartija od vrednosti objavljuju se u finansijskoj i dnevnoj štampi, što praktikuje svaka berza.[1283] Drugačije rečeno, efektne berze predstavljaju moderno organizovan tržišni mehanizam, institucije opremljene savremenim sistemom za komuniciranje, to su institucije čije informacije o kretanju kurseva efekata imaju prvorazredan značaj za vođenje poslovne politike svih subjekata, ali i za vođenje makroekonomske politike. Stabilnost kretanja na efektnoj berzi (kurseva, ponude i tražnje je osnova stabilnosti celokupne ekonomije. Ali i obrnuto.

Funkcija berze efekata je da obezbedi stalno tržište hartija od vrednosti "po cenama koje ne odstupaju bitno od onih kojima su prethodno prodate". Kontinuitet berze efekata smatra se neophodnim za očuvanje likvidnosti hartija od vrednosti, bez koje bi se teško mogla privući sredstva (kapital) investitora koji ulažu u te efekte. Kontinuitet ovog tržišta smanjuje i kolebanje cena hartija od vrednosti (efekata), što povećava njihovu likvidnost, odnosno sposobnost lake i brze konverzije u gotov novac putem prodaje hartija od vrednosti na ovom tržištu. Na taj način vlasnici ovih portfelja vrlo brzo mogu da menjaju strukturu svoje imovine, čineći je (prema potrebama) više ili manje likvidnom. U tim izmenama strukture imovine mogući su i gubici ili dobici, u zavisnosti od cena efekata na tržištu kada se vrši njihova kupovina ili prodaja.

Efektne berze mogu biti: 1) Terminske berze, na kojima se vrše transakcije hartijama od vrednosti u kojima se obaveze ne izvršavaju odmah (promptno), ili neposredno nakon zaključenja ugovora, već u nekom unapred utvrđenom roku, 2) Promptne berze efekata, na kojima se ugovaraju poslovi i vrše transakcije dnevno (promptno).

4.2. Novčane berze (tržište novca)[1284]

Novčane berze predstavljaju tokove finansijske organizacije koje na tržištu novca obavljaju kupovinu i prodaju za račun svojih članova. Ponuda i tražnja su koncentrisane na jednom mestu i u isto vreme, tako da je utvrđivanje cene novca (kamate) efikasnije i brže nego na drugim tržištima. Istovremeno je pregled ponude i realizovane tražnje novca znatno bolji. Na berzi novca se vrši kupovina i prodaja kratkoročnih novčanih sredstava, kratkoročnih hartija od vrednosti, koje se kotiraju na ovom tržištu. Predmet kupovine i prodaje novca odnosi se samo na žiralni ili depozitni novac (viškovi novca utvrđeni na određeni dan i sat). Predmet kupovine i prodaje kratkoročnih hartija od vrednosti na ovom tržištu odnosi se samo na hartije od vrednosti koje emituje Centralna banka, ili ona proglasi takvim hartijama od vrednosti. To je primarno novčano tržište. Na

[1283] The Wall Street Yournal publikuje izveštaj o cenama akcija na Njujorškoj berzi. Na isti način se radi na Ciriškoj berzi, Tokijskoj, Frankfurtskoj berzi, Londonskoj berzi i dr.
[1284] U ovom radu na drugom mestu smo široko razradili - berza novca.

tzv. sekundarnom tržištu novca se vrši kupovina i prodaja svih oblika kratkoročnih hartija od vrednosti. Višak žiralnog (depozitnog) novca, uglavnom kod banaka, čini ponudu, a kupovina ovog novca tražnju.

4.3. Devizne berze

Na deviznim berzama se vrši kupovina i prodaja deviznih sredstava. Na ovom tržištu se usklađuju ponuda i tražnja deviza i utvrđuje devizni kurs, kao cena devize. Na deviznom tržištu sve devizne operacije vrše brokeri, bez mogućnosti kupovine u svoje ime i za svoj račun. Na ovom tržištu se javljaju i dileri kao trgovci devizama koji u ovlašćenim bankama (kao učesnicima na deviznom tržištu) obavljaju kupovine i prodaje deviza.

Na deviznim berzama se obavljaju promptni i terminski poslovi. Promptni poslovi se odnose na svaku kupovinu i prodaju deviza koje se obavljaju odmah (promptno) ili najkasnije dva dana od obavljene operacije. Ovde Centralna banka može intervenisati u cilju zaštite deviznog kursa ili velikih fluktuacija kurseva, kada oni osciliraju iznad ili ispod gornje i donje granice dozvoljene oscilacije (koje određuje Centralna banka).

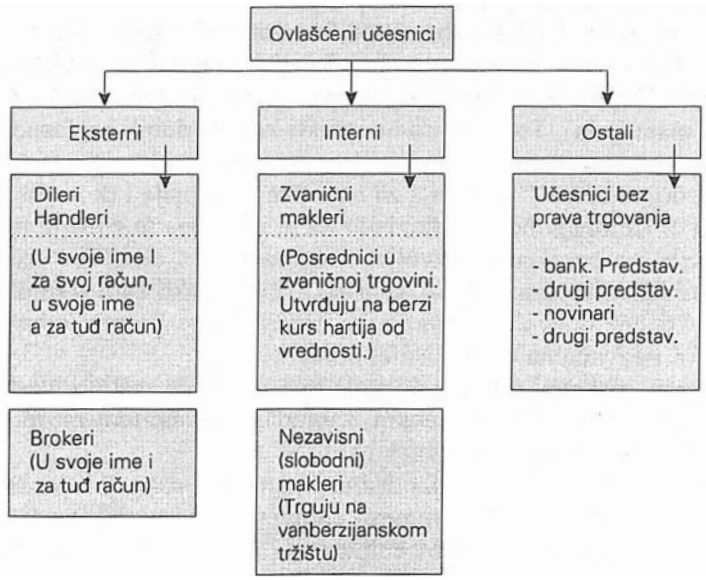
Terminski poslovi se odnose na sve kupovine ili prodaje deviza, na određeni odloženi rok, bez intervencije Centralne banke u zaštiti deviznog kursa. Na terminskom tržištu devizni kursevi mogu znatno više oscilirati i u većim rasponima u odnosu na promptno tržište, što je i osnova za nastanak većeg deviznog rizika kod ovih transakcija.

5. UČESNICI U BERZANSKIM POSLOVIMA

Svi učesnici u berzanskim transakcijama mogu se svrstati u tri grupe:
- Berzanski posrednici (mešetari),
- Berzanski trgovci (dileri, brokeri, džoberi),
- Ostali učesnici na berzi efekata.

Na efektnim berzama učestvuju tri osnovne grupe učesnika:
- Berzanski posrednici ili mešetari (engl. Brokeri, nemački-makleri). To su interni učesnici na berzi,
- Berzanski trgovci (dileri u SAD, brokeri i džoberi u V. Britaniji, handleri u Nemačkoj), koji čine predstavnici banaka, investicionih fondova i drugih posredničkih institucija. Ovu grupu učesnika svrstavamo u eksterne učesnike na berzi,
- Ostali učesnici na efektnoj berzi, bankarski i drugi posrednici (bez ovlašćenja za trgovanje na berzi).

UČESNICI NA EFEKTNOJ BERZI



Svi učesnici na berzi su uključeni u poznate berzanske špekulacije. Berzanska špekulacija podrazumeva kao pretpostavku veliki broj učesnika na berzi, visok životni standard, veliki broj štediša - ponudu kapitala, preduzetnika - pozajmilaca. Sve su to "igrači na berzi" koji žele da ulože novac u poslove berzanskih transakcija, odnosno pozajme kapital na berzi u cilju investiranja. Špekulacija je vezana za motiv određenog dobitka ulaganjem u određeni posao, ali neizvesnosti da će se taj dobitak ostvariti - stoga postoji RIZIK ulaska u tokove operacije na berzi.

Berzanski špekulanti kupuju danas određene hartije od vrednosti u očekivanju da će ih kasnije (u pogodnom trenutku) uspeti unosnije prodati (Bull-bik), odnosno prodaju hartije od vrednosti sada u očekivanju da će ih u nekom kasnijem periodu moći povoljni (po nižoj ceni) kupiti (Bear-medved). Isto se odnosi i na vlasnike novca, deviza, štednje koje ih ulažu u hartije od vrednosti u očekivanju da će prinos na te hartije od vrednosti biti veći od kamate na oročena sredstva u banci.

Dozirana i umerena špekulacija na berzi je normalna i potrebna, jer bi u suprotnom izostale berzanske transakcije, pa i poslovanje berze. Tada bi investitori (preduzeća) do potrebnog kapitala dolazila uglavnom preko kredita kod banaka, a to su potpuno različiti izvori sredstava od sredstava osiguranih emisijom hartija od vrednosti (trajni kapital, nasuprot kreditnom obliku kapitala banaka koji se mora vraćati, zajedno sa kamatom).

6. BERZANSKI POSLOVI I NAČIN POSLOVANJA BERZE

Preduzetništvo, odnosno akcionarstvo, kojem je osnovni cilj ostvarivanje što većeg profita, odnosno dohotka, je motorna snaga berzanskog poslovanja (tržišta kapitala). Svaki preduzetnik (preduzeće, akcionarsko društvo i dr.) želi da ostvari što veći dobitak na uloženi kapital, zbog toga se uspešnost preduzetništva i meri stopom prinosa na predujmljeni (uloženi) kapital. Tražnja na tržištu kapitala (berzi) se formira preko želje za novim investiranjem preduzetnika, za šta mu je potreban kapital. Kapital se obično prikuplja na tržištu kapitala (berzi). Predmet tržišnih operacija su dugoročne berzanske robne (berzanskog materijala). To su samo oni efekti koji su dobili saglasnost same berze, kao registrovanog instituta. Ovu saglasnost daje posebno formirana komisija, kao zvanični organ berze ("Komisija za registraciju emisije i dozvolu plasmana na berzi efekata"). Komisija izdaje i dozvolu da se efektima te emisije može trgovati na berzi. Dakle, na berzi nije dozvoljeno trgovati svim efektima već samo onim koji su dobili dozvole od nadležne komisije. To su efekti sa dozvolom trgovanja. Postoje i efekti bez dozvole trgovanja na berzi, čiji se promet odvija van berze (vanberzanska, nezvanična trgovina efektima). Registracija efekata i davanje dozvole ima za cilj da zaštiti investitore (kupce efekata) od lažnih informacija, prevara, zabluda, koje emitent može učiniti prilikom emisije efekata (akcija, obveznica i sl.).

Komisija pri izdavanju dozvola dužna je upoznati javnost i sve buduće kupce o svim elementima iz poslovne aktivnosti emitenta i njegovoj finansijskoj situaciji. Dozvola se izdaje na pismeni zahtev emitenta. U emisiju efekata se često uključuje i banka, što daje i veći kvalitet i sigurnost efekata. U pripremi za emisiju određenih efekata (akcija ili obveznica) postoji određena procedura koje se emitent mora pridržavati. Pre svega, utvrđuje se visina kapitala kojeg treba prikupiti emisijom i prodajom efekata, određuje se kamatna stopa (kada se emituju obveznice), odnosno dividenda (kada se emituju akcije), kako će se izvršiti prva prodaja (preko banaka, samostalno). Paralelno s tim mora se osigurati i dozvola za emisiju i prodaju efekata na tržišru (berzi).

Emitovanje hartija od vrednosti (efekata) može biti interno i eksterno. Interno se odnosi na kupovinu hartija od vrednosti od strane radnika u preduzeću (emitentu) dok je eksterni vezan za finansijsko tržište (tržište kapitala, berzu).[1285] Osnovna funkcija berze (tržišta kapitala) jeste da po strogo utvrđenim pravilima ponašanja učesnika u berzanskom poslovanju, dovede do sučeljavanja tražnje i ponude kapitala. Kapital je uvek predmet kupovine i prodaje. Osnovni uslov u tim odnosima je cena kapitala. Cena kapitala je rezultat suprotnih interesa kupca i nudioca kapitala, obično se formira kao rezultat ponude i tražnje kapitala. Na taj način u uslovima ograničene ponude kapitala berza omogućava da se kapital plasira u one projekte gde će odbaciti najveće efekte.

[1285] Đ. Jovanović: Pribavljanje kapitala putem emitovanja akcija, Finansije, Beograd, br. 5-6, 1993.

Uspešnost ili neuspešnost berze ogleda se u tome koliki je promet kapitala u njoj, stabilnost cena efekata i stabilnost određene berze. Berza vrlo brzo reaguje na sve promene u privredi, društvu, politici. Ona je veoma osetljiva već i na same nagoveštaje mogućih događanja, čime reaguje promenama ponude, tražnje i cene efekata učesnika na berzi. Paralelno s tim obično se ističu i sledeći faktori uspešnosti berze:

- Strukturalna neuravnoteženost tržišta, koji je deo ponude i tražnje izvan berzanskog poslovanja,
- Stepen slobode tržišta, odnosno visina, broj ograničenja tržišnih zakonitosti,
- Stepen racionalnog ponašanja preduzetnika - investitora,
- Opšta finansijska situacija zemlje,
- Međusobna povezanost berzi,
- Stabilnost ili nestabilnost privrede (inflacija, kolebanje kurseva, visina kamate, profiti).

Paralelno s tim, koriste se i određeni finansijski indikatori kojima se određuje rast i nivo berzanskog poslovanja:

a) Veličina berze - meri se kapitalizacijom i brojem kotiranih kompanija, stopa kapitalizacije, (učešće vrednosti svih akcija na toj berzi u društvenom bruto proizvodu).

b) Likvidnost berze - što predstavlja sposobnost da se akcije vrlo lako kupuju i prodaju na berzi. Uglavnom se utvrđuje na dva načina: a) Odnos ukupne vrednosti akcija na berzi i bruto proizvoda zemlje, b) Odnos obrta vrednosti svih akcija na berzi i obima prometa u zemlji,

c) Kolebljivost berze - meri se godišnjom standardnom devijacijom prinosa akcija. Niža kolebljivost znači da je u pitanju razvijenije finansijsko tržište,

d) Koncentracija na berzi - stopa kapitalizacije za deset najvažnijih akcija na berzi,

e) Formiranje cene akcija - stepen arbitraže, odstupanje cena akcija u procentu i vremenu trajanja u odnosu na vodeće svetske berze.

Najveći značaj u delovanju brojnih faktora na efikasnost berze jeste kamata kao cena kapitala. Ni u jednoj zemlji gde postoje berze kamata i njene oscilacije nigde nisu prepušteni slobodnom delovanju ponude i tražnje. Kamatna politika je područje svesnog delovanja državne ekonomske politike i brojnih drugih mera makroekonomske politike (posebno monetarno-kreditne politike). Berzanski poslovi na efektnim berzama obuhvataju sledeće poslove:

6.1. Promptni, u gotovu (cash), masa ili spot poslovi

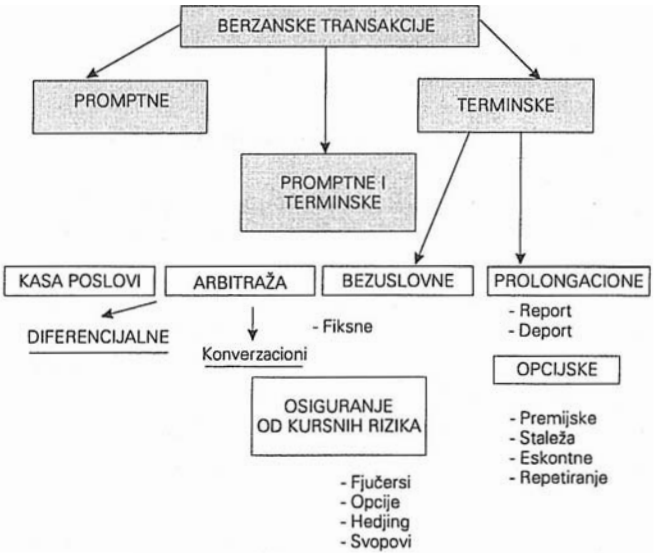
Ovi poslovi obuhvataju kupovinu ili prodaju efekata odmah po zaključenju dogovora o kupovini ili prodaji, a najkasnije u roku od pet radnih dana od dana zaključenja ili u vrlo kratkom roku ne sadrži rizik za učesnike posla. U

promptne poslove obično se navode kasa poslovi i arbitraža (diferenciona, konverzaciona), dok se u terminske ubrajaju bezuslovni i polongacioni poslovi).

6.2. Terminski berzanski poslovi na efektnim berzama

Odnose se na poslove sklopljene na određeni rok. To su svi poslovi kod kojih se javlja određena vremenska distanca od dana zaključenja posla do njegovog izvršavanja. Najčešće je rok unapred određen i iznosi od 15 - 30 dana po zaključenju posla o kupovini ili prodaji na efektnoj berzi. Ovaj oblik poslova omogućava da u međuvremenu cena efekata poraste ili padne, što je prilika da se u njih uključe špekulanti, odnosno da se na njima razviju spekulativni poslovi na berzi.

VRSTE BERZANSKIH POSLOVA



7. FORMIRANJE PONUDE I TRAŽNJE KAPITALA U FUNKCIJI BERZANSKOG POSLOVANJA

Poslovanje berze se zasniva na novčanim sredstvima (kapitala) sa dugim rokom, obično preko godine dana. Ovaj kapital potiče iz tri osnovna izvora: Štednje pojedinih sektora, ili odložena potrošnja (stanovništva, korporacija, država), Transformisani tekući novac u kapital preko bankarskog sistema (procesom konverzije kratkoročnih i dugoročna sredstva), pribavljeni kapital u inostranstvu. Osnovni izvor ponude kapitala je štednja na duži rok, koja čini i preko 80%

ukupne ponude kapitala na tržištu kapitala (berzi). Štednja se uglavnom javlja kao razlika raspoloživog dohotka sektora i tekuće potrošnje (izdataka) toga sektora:

$$S = Y-C$$

Kod sektora stanovništva štednja predstavlja razliku između ukupnih novčanih primanja i ukupnih novačnih izdavanja. U okviru sektora preduzeća i javnog sektora štednja ima oblik akumulisanog dela neto dobiti (profita). Ponuda kapitala (štednje) sektora stanovništva zavisi od brojnih materijalno-finansijskih i nematerijalnih (subjektivnih) faktora. Smatra se da postoji preko 27 faktora formiranja štednje u sektora stanovništva.[1286] Privredni sektor kao sektor ponude kapitala (štednje, akumulacije) motivisan je pre svega maksimalizacijom neto dobiti (profita). To je izraz uspešnosti preduzetnika i preduzetničke ekonomije, ali i izraz sposobnosti za rast i razvoj (firme, preduzeća, ekonomije). Ukoliko se veći deo neto dobiti akumulira u preduzeće stvara se veći kapital preduzeća, veći stepen samofinansiranja (manja zavisnost od eksternih izvora finansiranja), ali i veća potencijalna ponuda kapitala na berzi.

Javni sektor (država, institucije društvene nadgradnje) stvara akumulaciju preko viška prihoda nad rashodima, često u cilju ekonomske funkcije države u cilju osiguranja kapitala, za usmeravanje razvoja privrede (i preduzeća), finansiranja posebnih programa od opšteg značaja - u koje privatni kapital zbog niske profitne stope i dugih rokova ne želi ulaziti. Vrlo razvijene ekonomske funkcije savremene države troše sve veći kapital, čime država postaje najveći apsorbator kapitala na tržištu kapitala (odvlačenje kapitala sa tržišta, "istiskivanje" privatnog sektora sa tog tržišta - ckowding out). Ovaj sektor uglavnom je postao deficitaran, uz ogromne budžetske deficite, javni dug države, dopunsku emisiju novca kod Centralne banke za potrebe javne potrošnje. Transformacija dela tekućeg novca (depozita) kod banaka u kapital banaka, kao poseban oblik ponude kapitala dobija sve više na značaju. Ovaj deo ponude dobija oblik bankarskog kapitala. Banke prikupljanjem depozita stvaraju svoje različite oblike izvora sredstava. Struktura depozita je različita, od depozita po viđenju, do depozita na rok od jedan mesec, tri meseca, šest meseci, godinu, dve, pet itd. Svi depoziti do godine dana tretiraju se kao depoziti po videnju. Samo depoziti preko godine dana imaju karakter kapitala. Banke imaju sposobnost da deo depozita po viđenju (i do 20-30%) transformišu (plasiraju) u dugoročne oblike plasmana, čime pretvaraju kratkoročna u dugoročna sredstva, bez opasnosti od pojave finansijske neravnoteže u bilanse banaka i tržišne neravnoteže. Time banke "prerađuju" novac u kapital.

[1286] Osnovni faktori štednje (ponude kapitala, neutrošenog dohotka) mogu se svesti na sledeće: visina raspoloživog dohotka, per capita dohodak, društveno bogatstvo, razvijen bankarski i kreditni sistem, poverenje, očekivanja, sigurnost posla, sistem kreditiranja, visina kamatne stope, stabilnost privrede (inflacija), dopunski izvori prihoda, starosna struktura stanovništva, opšti privredni tokovi i dr. Postoji oko 27 faktora štednje.

Banke nastoje da imaju što veće iznose oročenih sredstava na duže rokove i što veći broj deponenata, što dovodi do stalnog povećanja depozita, njihove stabilnosti, a to omogućava bankama da deo tih kratkoročnih sredstava plasiraju na duže rokove od rokova na koje su deponovana u bankama. Banka time ne ugrožava svoju likvidnost i solventnost, sve do određene granice konverzije. Kada banke preterano koriste kratkoročna sredstva u dugoročne plasmane, tada postoji opasnost da uđe u zonu nelikvidnosti i insolventnosti. Bitno je za svaku banku da ovaj proces konverzije kratkoročnih sredstava u dugoročne vrši u određenim granicama, vodeći računa o svojoj likvidnosti (dinamici priliva i odliva sredstava, tekućem prilivu i odlivu, obavezama i potraživanjima i dr.).

Motiv banaka da vrše ovu transformaciju je u tome što je kamatna stopa na dugoročne plasmane veća od kamate na kratkoročne plasmane, mada postoje i drugi motivi (specifični za svaku banku). Ponuda kapitala na tržištu kapitala (berzi) preko pribavljanja kapitala u inostranstvu, može se ostvarivati na kreditnoj osnovi ili ulaganjem kapitala u domaća preduzeća na vlasničkoj osnovi.

Dugoročno posmatrano, ali i po ukupnim efektima kapitala u nacionalnoj privredi, racionalniji je metod pribavljanja kapitala na vlasničkoj osnovi. Time se povećava ponuda kapitala na tržištu, a ne smanjuje kapital na osnovu otplate glavnice. Odliv kapitala nastaje samo na osnovu odliva dela dobiti koja pripada stranom vlasniku kapitala (pod pretpostavkom da se ne reinvestira u privredu). Ukupnu ponudu kapitala na domaćem tržištu kapitala treba korigovati za iznos kapitala koji su vlasnici kapitala upotrebili za samofinansiranje svojih realnih investicija. Formirani slobodni kapital koji usmeravaju na finansijsko tržište ovi sektori uglavnom usmeravaju na kupovinu dugoročnih hartija od vrednosti, koje se kotiraju (prodaju) na tržištu kapitala (berzi). Nasuprot tako formiranoj ponudi kapitala, formira se određena tražnja kapitala na tržištu. Osnovni motivacioni faktor preduzetništva, videli smo, jeste ostvarenje maksimalne dobiti, stabilnost firme, veliki ugled u poslovnom svetu, stvaranje image-a firme, što znači ukupna uspešnost poslovanja. Preduzetnici sa idejama i programima razvoja firme trebaju kapital za njihovu realizaciju. Taj kapital je uglavnom veći od sopstvenog raspoloživog kapitala. Time se formira tražnja kapitala na berzi (tržištu kapitala).

Tražnja (kao ponuda kapitala formira se po pojedinim sektorima, kao: sektor stanovništva, preduzeća, države i inostranstva. Građani žele da nabave trajna dobra, kao što su kuće, stanovi, zemljište, oprema i sl. ali za to nemaju dovoljno kapitala. Dodatni kapital troše na tržištu kapitala (berze) ili direktno kod banaka kao bankarski kredit.

Preduzeća imaju potrebe da ulažu u novu opremu, sirovine, istraživanja, razvoj i dr. što je pretpostavka veće uspešnosti poslovanja i većeg profita, ali za te investicione namere nemaju dovoljno sopstvenog kapitala. Dodatni kapital troše na tržištu kapitala (berze). Banke i druge finansijske organizacije nastoje da ostvare što veću uspešnost u svojoj poslovnoj politici, profit i dr. ali im je za to potreban nov kapital i njegov racionalan. Banke se javljaju na tržištu kapitala i traže

takav kapital. Time se javljaju kao tražioci kapitala, ali i deo ukupne tražnje kapitala. Državne institucije i javni sektor u celini često imaju veće potrebe za ulaganjem od sopstvene štednje (akumulacije). Dodatni kapital traže na tržištu kapitala. Subjekti koji su nosioci tražnje kapitala su istovremeno isti subjekti (sektori) koji se na tržištu javljaju kao nudioci kapitala. Ponuda i tražnja se istovremeno formiraju u ovim sektorima, samo što jedni subjekti štede, drugi investiraju (troše kapital). Kod tih sektora se mogu pojaviti različiti slučajevi:

Sektor stanovništva	S>I	Ponuda kapitala
	S <I	Višak investicija
		(tražnja kapitala)
	S = I	Ravnoteža
Sektor preduzeća	S>I	Ponuda kapitala
	S<I	Višak investicija
		(tražnja kapitala)
	S = I	Ravnoteža
Sektor države	S>I	Ponuda kapitala
	S <I	Višak investicija
		(tražnja kapitala)
	S = I	Ravnoteža
Sektor inostranstva	S>I	Ponuda kapital
	S<I	Višak investicija
		(tražnja kapitala)
	S=I	Ravnoteža

Sektor stanovništva je osnovni faktor ponude kapitala (S (I), dok su sektor preduzeća i javni sektor uglavnom nosioci tražnje kapitala (S (I). Time i finansijsko tržište ima bitnu funkciju da višak štednje sa jednog sektora prenese na sektore sa manjkom štednje odnosno sa viškom realnih ulaganja.

8. DEO

MEĐUNARODNI FINANSIJSKI MENADŽMENT

Ko ne zna, a ne zna da ne zna
opasan je, izbegavaj ga.
Ko ne zna, a zna da ne zna
mlad je, nauči ga
Ko zna, a ne zna da zna
spava, probudi ga.
Ko zna i zna da zna
mudar je, sledi ga.
Konfučije

Novac je nalik na šesto čulo bez kog ne
možete upotrebljavati ni ostalih pet.
Somerset Mom

GLAVA PRVA

NOVAC I MEĐUNARODNI MONETARNI SISTEM

1. NOVAC U MEĐUNARODNOM SISTEMU PLAĆANJA

Savremene ekonomije su više ili manje otvorene prema svetskom tržištu (robe, novca, rada i kapitala). Autarkičnih privreda i privreda dovoljnih samih sebi nema. Komplementarnost i uzajamna povezanost privreda postaju sve veći. Otvorenost privreda nameće i potrebu ovladavanja saznanjima o složenim tokovima novca i kapitala u međunarodnoj ekonomiji, sistemu i instrumentima plaćanja, efektima promena deviznih kurseva, garancijama, promenama kamatnih stopa na finansijskim tržištima, kursnim i valutnim rizicima, inflaciji i dr. Manipulisanje deviznim kursevima, devalvacije i revalvacije nacionalnih valuta, politika izvoza i uvoza roba i kapitala, fundamentalni problemi platnog bilansa, zaduživanje u inostranstvu, efekti upotrebe kapitala i dospeće obaveza (kumuliranje obaveza po dugovima), otežani pristup svetskom tržištu novca i kapitala, velike promene na svetskim finansijskim tržištima i u poslovnoj filozofiji međunarodnih finansijskih institucija – kao imperativ nalažu i potrebu njihovog detaljnog izučavanja. Finansijski menadžment postaje jedna od osnovnih funkcija upravljanja preduzećem (kompanijom, korporacijom, firmom) u kreiranju i ostvarivanju politike plasmana i efikasnog korišćenja finansijskog kapitala, posebno kapitala uvoznog porekla.

Upravljanje deviznim kursom, politika precenjenog ili podcenjenog deviznog kursa, savremena konvertibilnost valuta, međunarodno devizno tržište, spekulativno kretanje kapitala, devizna kontrola i upravljanje deviznim transakcijama, ali i povezanost domaćeg i svetskog deviznog tržišta, postali su sastavni deo svake finansijske i razvojne politike preduzeća i države u celini. Korišćenje instrumenata plaćanja, kursni rizik, odnos rizika, kamate, poreske stope i stope inflacije – postali su nezaobilazna tema svih poslovnih razgovora. Iz navedenih razloga problematika plaćanja, devizni priliv i odliv, raspolaganje devizama, spekulativni odliv i bekstvo kapitala i sl. već niz godina dolaze u središte interesa finansijskih teoretičara i praktičara. Međunarodni finansijski menadžment danas je od životne važnosti za preduzeća, banke i privredu. Međunarodni finansijski menadžment postaje jedan od najvažnijih segmenata moderne finansijske nauke. Ova nauka sadrži u sebi složene fenomene i delovanja deviznog kursa, međunarodnih plaćanja, devalvacija i revalvacija valuta, deviznu politiku, međunarodni monetarni sistem, međunarodne finansijske institucije i međunarodno finansiranje.

Mehanizam delovanja MMF, Evropski monetarni sistem, evropska novčana jedinica (EURO), valutni ratovi, ali i sve veća koordinacija makroekonomskih

politika niza razvijenih privreda (koje ne samo da treba pratiti, već im se i vrlo brzo prilagođavati), traže potpuno drugačiju filozofiju odnosa sa tim institucijama. Novi evropski monetarni sistem i EURO traže fiskalnu konsolidaciju ovih privreda, budžetsko uravnoteženje, usklađenu platnobilansnu politiku kao i kamatnu i monetarnu politiku i dr., što je veliki izazov i za razvijene privrede bogate kapitalom, dovoljno stabilne i međusobno povezane, a posebno za nerazvijene privrede. Ove privrede oskudevaju u finansijskom kapitalu potrebnom za pokretanje i ubrzavanje ekonomskog rasta, imaju stalni pritisak inflacije, platnobilansni deficit, visoku nezaposlenost i ogromne terete nagomilanih obaveza iz eksternih dugova. Sve to stvara velike dilem u vezi izbora odgovarajuće strategije razvoja i stabilizacije u uslovima sve većeg pritiska svetskog tržišta novca i kapitala (i svetskih finansijskih institucija). Te duboke promene često se odvijaju ili su praćene velikim potresima na svetskim tržištima, problemom devizne nelikvidnosti, nerazvijenom funkcijom SPV kao međunarodnog medija plaćanja, uz krizu MMF kao svetske monetarne institucije. Svojom ortodoksnom politikom koju upomo provodi preko zahteva za kontrolom i smanjenjem domaće tražnje i potrošnje, devalvaciji valuta, rigoroznom restriktivnom monetarnom politikom i politikom realne kamatne stope i deviznog kursa – kao centralnih instrumenata uravnotežavanja (inteme ekonomije i platnog bilansa) MMF filozofiju razvoja i stabilizacije razvijenih privreda "presađuje" na nerazvijene zemlje.

Problemi eksterne i interne neravnoteže, mehanizam uravnotežavanja platnog bilansa, sistem finansiranja deficita platnog bilansa, upravljanje inostranim i unutrašnjim dugom u uslovima "platnobilansne barijere", izbijaju svom snagom na površinu u vođenju nacionalne ekonomske politike (rast, stabilnost, zaposlenost, prestrukturisanje, prilagođavanje, privatizacija, ravnoteža platnog bilansa). MMF pri tome preporučuje zemljama članicama da nastave sa konsolidacijom svojih budžeta, uz vođenje srednjoročne fiskalne politike smanjenja javnog duga, smanjenja budžetskog deficita i javnih rashoda (uz veliku reformu penzionih fondova). Bez ograničenja i smanjenja deficita u sektoru javne potrošnje, smatra se, nema zadovoljavajućeg privrednog rasta i porasta zaposlenosti.

Šta privremeno "žrtvovati" od ciljeva razvoja? Kakav kapital koristiti? Pod kojim uslovima? Šta koristiti na svetskom tržištu: novac, finansijski kapital, robni kapital, tehnologiju, infonnacije, direktna ulaganja, prodaju duga za akcionarski kapital i dr.? Da li prihvatiti"diktat" MMF i svetskih kreditora, odnosno vlasnika novca i kapitala? Koja je cena koja se mora platiti u tim odnosima?

Danas se MMF javlja u trostrukoj ulozi: 1) Savetodavca i nadzornika u sprovođenju odgovarajuće stabilizacione makroekonomske politike zemlje članice, posebno kada se javlja kao tražilac sredstava i pomoći od MMF, 2) Glavnog savetnika u pripremi odgovarajućih mera za oživljavanje privrede i prestrukturisanja nacionalnih ekonomija, 3) Osnovnog "katalizatora" u dobijanju sredstava drugih finansijskih institucija i privatnih banaka, koji treba da upali "zeleno svetlo" drugim kreditorima.

Da li je zadominirao svetski novac i kapital nad nacionalnom ekonomijom? Da lisu države izgubile svoj suverenitet i "prenele" ga na svetske monetarne i finansijske institucije? Koliki im je ostao manevarski prostor da se odupru "diktatu" i nametnutoj filozofiji ovih svetskih finansijskih moćnika? Da li je moguća (i kakva) istinska i duboka reforma svetskog monetarnog i finansijskog sistema i institucija? Kako se u ovom opštem "organizovanom neredu" snaći i voditi sopstvenu dovoljno autentičnu i efikasnu politiku zaduživanja, deviznih rezervi i deviznog kursa, stimuiativnu izvozno–uvoznu politiku i efikasnu monetarnu i fiskalnu politiku (uz kresanje javnih rashoda, smanjenje poreza, uravnoteženje budžeta, uravnoteženje platnog bilansa i privrede u celini)?

Sve su to fundamentaina pitanja koja se nameću svakodnevno i koja se životno tiču svakog subjekta od pojedinca, preko preduzeća (korporacije) do ukupne države i privrede.

Problem novca, ne može apstrahovati prirodu, značaj i cirkulaciju novca u međunarodnom sistemu plaćanja, odnosno njegovu intervalutarnu vrednost. Danas je nemoguće odvojiti njegovo unutrašnje kretanje i kupovnusnagu od međunarodne cirkulacije, jer ne postoji ni jedna privreda dovoljna sama sebi, autarhična i izolovana od svetskog tržišta. Razvijena razmena roba, novca, kapitala i radne snage između raznih zemalja implicira i određene probleme vezane za različitu produktivnost rada, formiranje cena, cena rada, regionalnu podelu sveta i, više ili manje, razvijenu tržišnu politiku, različite ciljeve nacionalnih ekonomskih politika i dr. Pored navedenog, novčani sistem svake zemlje proizvod je njenog konkretnog pravnog poretka i društveno–ekonomskog razvoja. To proizvodi i različite nacionalne novčane jedinice koje cirkulišu unutar nacionalnih granica kao platežno ili prometno sredstvo. Ovakva nacionalna različitost novčanih sistema dovela je i do različitih nacionalnih jedinica (dolar, funta, lira, marka, dinar i dr.), ali koje prestaju fungirati kao novac izvan granica dotične zemlje. U omogućavanju međunarodnih plaćanja, novac mora prevazići te uske nacionalne okvire. "Izlazeći iz unutrašnje prometne oblasti, novac skida sa sebe lokalne oblike koje je u njoj imao: oblike merila cena, monete, sitnog novca i znaka vrednosti i vraća se u prvobitni polužni oblik plemenitog metala.[1287]

Razvoj nacionalnih privreda i širenje međunarodnih tržišta i razmene pokazalo je da je nemoguće regulisati plaćanje u zemlji i međunarodnim odnosima punovrednim zlatnim novcem, čime umesto, ili pored, zlata funkciju sredstva plaćanja i prometa preuzimaju određena inostrana sredstva plaćanja.

Upravo ta činjenica da se u međunarodnim ekonomskim odnosima javljaju dva različita partnera, s različitim nacionalnim novčanim jedinicama, stvara problem – u kojoj nacionalnoj valuti će se izvršiti plaćanje. Izvoznik obično traži naplatu, bilo u svojoj nacionalnoj valuti, bilo u nekoj drugoj za koju pokaže interes, zbog eventualnih svojih obaveza prema nekoj trećoj zemlji, bilo u zlatn. Kupac obično raspolaže svojom nacionalnom valutom, što znači da bi došao do

[1287] K. Marks: Kapital, *I,* str. 101.

tražene valute – mora izvršiti proces konverzije svoje valute u traženu valutu. Uvoznik ili kupac mora se prethodno pojaviti na deviznom tržištu na kome će za svoj nacionalni novac nabaviti potrebna sredstva plaćanja, da bi se zatim mogao pojaviti na inostranom tržištu roba ili usluga. Raspolaganje međunarodnim sredstvom plaćanja, ako se apstrahuje zlato koje je do 1976. godine služilo uglavnom kao rezerva likvidnosti, odnosno podloga nacionalnom novcu u međunarodnim plaćanjima, pretpostavka je da se može vršiti međunarodna razmena jedne zemlje s više dragih zemalja.

Normalni put dolaženja do međunarodnih sredstava plaćanja je pretvaranje ili konverzija nacionalne valute u inostranu valutu. U tom odnosu strani novac je roba, ali "roba sui generis", dok je domaći novac zadržao karakteristike novca u kojem se izražava cena te specifične robe, strane valute. Da bi se mogla izvršiti kupovina, odnosno prodaja stranih sredstava plaćanja, potrebno je prethodno utvrditi odnos po kojem će se vršiti razmena, konverzija. Utvrditi odnos između dve valute znači utvrditi njihov intervalutarni kurs, njihovu intervalutarnu vrednost. Devizni kurs stoga predstavlja vrednost nacionalne novčane jedinice izraženu u stranom novcu, odnosno vrednost stranog novca izraženu u određenom broju jedinica domaćeg novca.[1288]

Broj koji kaže koliko se strane valute može kupiti za jedinicu domaće – je kupovna moć domaćeg novca u odnosu na inostranu valutu.

Kupovna moć domaćeg novca u zemlji ne mora se poklapati s kupovnom moći strane valute. To je gotovo pravilo. Zbog toga se i razlikuju dve vrednosti novca.

1. Unutrašnja vrednost ili kupovna snaga i
2. Intervalutarna vrednost ili devizni kurs.

Intervalutarna vrednost, koja nas ovde posebno interesuje, nije "ništa drugo nego cena koja se plaća u inostranstvu u stranom novcu za njegovu funkciju u njegovom domaćem tržištu".[1289]

Devizni kurs je, dakle, cena strane valute izražena u domaćem novcu, odnosno cena domaćeg novca izražena u stranoj valuti.

Kao cena valute devizni kurs je podložan promenama. Ove promene će zavisiti od veličine promena vrednosti domaćeg novca i vrednosti stranog novca, ali i od odnosa ponude i tražnje deviza na ovom specifičnom deviznom tržištu.

Problem formiranja deviznih kurseva čini se dosta jednostavan, kao i sistem plaćanja, mada u osnovi to predstavlja dosta složene odnose. Međunarodni platni mehanizam ne razlikuje se mnogo od metoda i sistema plaćanja koji se vrši

[1288] U ranijoj litcraturi devizni kurs se nazi vao i menični kurs. Ovaj izraz upotrebljava i K. Marks u svojim radovima, sto je normalno, jer su međunarodna plaćanja vršena uglavnom menicom. Menica je blia osnovni oblik devize, a to je i danas ostala u međunarodnim ekonomskim odnosima, kao najrazvijeniji kreditni instrument.

[1289] Dr J. Tomašević, Novac i kredit, Zagreb, 1938, sir. 428.

u domaćem platnom prometu. Te sličnosti i razlike najbolje ćemo uočiti na jednom primeru.

Uzmimo da uvoznik iz zemlje A duguje za uvezenu robu određen iznos izvozniku iz zemlje B. Plaćanje počinje na način da uvoznik daje nalog svojoj banci da s njegovog računa plati izvozniku u zemlju B dugovani iznos u nacionalnoj valuti – čime podruiruje obavezu. Banka konvertira dug u valutu zemlje poverioca i vrši plaćanje u devizi (jer valuta zemlje A nije zakonsko sredstvo plaćanja u zemlji B), tako da je poverilac namiren. Izvoznik prodaje devizu zemlje A banci u svojoj zemlji, koja ih kasnije prodaje uvoznicima za uvezenu robu iz zemlje A i – krug se zatvara. Dužnici placaju dugove u valuti svoje zemlje koja je unutar nacionalnih granica,[1290] a verovnici naplaćuju svoja potraživanja preko banaka u svojoj zemlji u valuti svoje zemlje, nacionalne valute ostaju unutar granica nacionalnog monetarnog sistema. Razlika u odnosu na domaći sistem plaćanja je u tome, što se valuta mora pretvarati (konvertovati) preko kupovine na deviznom tržištu u stranu valutu, po određenom kursu, čega u domaćem prometu nema – tu je novac definitivno sredstvo plaćanja.Da bi se konverzija (transfer) mogao izvršiti, neophodno je da u određenoj zemlji postoji određena količina stranih sredstava plaćanja koja se mogu kupiti za domaći novac.

2. DEVIZA I VALUTA

Raspolažući stranim sredstvima plaćanja, u stvari, se raspolaže pravom na adekvatni deo društvenog proizvoda zemlje čijom se devizom raspolaže. Kod plaćanja unutar jedne privrede, ta plaćanja ne utiču na privredu kao celinu. Nacionalni dohodak se stvara, raspodeljuje i troši unutar privrede, dok je kod međunarodnih plaćanja taj proces proširen van granica zemlje. U međunarodnom plaćanju, i kada se plaćanje vrši u domaćoj valuti ili u stranoj, uvek se radi o prenošenju dela nacionalnog dohotka u inostranstvo. Ako se vrši naplata potraživanja, vrši se uvoz dela društvenog proizvoda iz jedne zemlje u drugu nacionalnu privredu.

U međunarodnim plaćanjima uvek se iza deviza krije obaveza prenosa dela društvenog proizvoda u inostranstvo. Jer, deviza je uputnica na određeni deo društvenog proizvoda zemlje koja je devizu izdala. Domaći novac, stavljen na raspolaganje inostranstvu, uvek će se konačno realizovati izvozom robe ili usluga iz zemlje koja je izdala novac. Čak i u uslovima kada se roba uvozi na kredit,

[1290] Valuta se jedrtostavno ne ukrca na kola da bi se izvezla i tako podruirila obaveza prema inostranstvu. „Novac koji u nekoj zemlji cirkulise nije prenosiv tovar koji se može prosto staviti na kola i poslati preko granica, vcć pravo na nabavljanje proizvoda dotične zemlje koje se mora izvršiti da bi imalo neku vrednost. Zemlja koja plaća drugoj zemlji mora istovremeno s novcem da spremi i odgovarajuću količinu dobara, kako bi se moglo ostvariti pravo utelovljeno u dotičnoj sumi novca. Stogase svako međunarodno plaćanje svodi na odgovarajuće kretanje robe i usluga i samo u tom obliku... je novčano plaćanje iz zemlje uopšte moguće" (dr V. Meichsner; Spoljna monetarna stabilnost i nestabilnost, Skoplje, 1962, str. 5).

konačno pri dospeću obaveze plaćanja mora se izvršiti izvoz, da bi se došlo do potrebnih sredstava kojima će se izvršiti podruirenje duga. Razlika od normalnog uvoza robe i usluga je u tome što pri takvom uvozu treba prethodno izvesti – da bi se preko ostvarenih deviza mogao platiti potreban uvoz. Ovde je izvoz prethodio uvozu, dok kod zaduživanja uvoz prethodi izvozu.

Ako se plaćanje ne vrši u domaćoj, već u stranoj valuti, ne nastaje potraživanje inostranstva prema delu domaćeg društvenog proizvoda, već dolazi do gašenja ili smanjenja prava – da preko raspoloživih stranih sredstava plaćanja ostvari uvoz dela stranog društvenog proizvoda, bez potreba za ostvarivanje izvoza (devize potiču od ranije ostvarenog izvoza ili drugih oblika pribavljanja stranih sredstava plaćanja).

Prema tome, svako plaćanje prema inostranstvu znači postojanje obaveze ustupanja inostranstvu jednog dela društvenog proizvoda, kada se plaćanje vrši u domaćoj valuti, ili gašenje prava na deo stranog društvenog proizvoda, kada se plaćanje vrši u stranoj valuti. "Plaćanje iz zemlje u zemlju konačno se obavlja samo izvozom materijalnih dobara i usluga, dakle neutralno."[1291]

3. TEORIJA I POLITIKA DEVIZNOG KURSA

3.1. Teorijske osnove deviznog kursa

Devizni kurs je cena domaćeg novca, izražena u stranom novcu, ili cena stranog novca – izražena u domaćem novcu. Novac, koji je predmet kupovine i čija se cena izražava u jedinicama stranog novca, postaje roba sui generis. Valutni kurs pokazuje koliki se broj novčanih jedinica jedne zemlje zamenjuje za određeni broj novčanih jedinica druge zemlje. Danas se obično radi o kupovini i prodaji deviza,[1292] a izuzetno valuta. Ta cena, videli smo, zavisi od vrednosti domaćeg novca, vrednosti inostranog novca i njihove međusobne relacije. To znači da devizni kurs zavisi od formiranja ponude i tražnje deviza na deviznom tržištu, iz čega sledi – da se devizni kursevi ne moraju poklapati s njihovim monetarnim paritetom. U doba zlatnog standarda, vrednost domaćeg novca (vezana za zlato) bila je u osnovi determinanta deviznog kursa. U vreme zlatnog standarda, utvrđivanje i promene deviznog kursa bitno se razlikovalo od njegovog formiranja danas. Intervalutarna vrednost novca objektivno je bila određena količinom zlata, koju je sadržavala, odnosno predstavljana svaka nacionalna novčana jedinica. Odnos vrednosti dveju valuta bio je određen odnosom količine zlata, odnosno odnosom kovničke stope. To je poznati intervalutarni zlatni paritet. Ako je, na

[1291] Dr V. Meichsner, op. cit., str. 5: videti i dr M. Trifunović: Teorija i praksa sistema deviznih kurseva, Ekonomska politika, Beograd, 1971, str. 9–20.

[1292] Deviza je svako kratkoročno potraživanje na inostranu valutu, bez obzira na oblik raspolaganja tom valutom: menica, ček, devizna doznaka, akreditiv, kreditno pismo i dr.

primer, kovnička stopa valute A bila 100, a valute B 200 (npr. iz jednog kilograma zlata moglo se iskovati 100 jedinica valute A i 200 jedinica valute B), kada stavimo u odnos te dve stope – dobićemo kvantitativni izraz koji pokazuje zlatni paritet te dve valute. To znači da će dve jedinice valute B isto toliko vredeti kao jedna jedinica valute A, s obzirom da sadrže istu količinu zlata.

Međusobni odnos kovničkih stopa bio je osnovni element u utvrđivanju intervalutarne vrednosti novca, odnosno u utvrđivanju deviznog kursa.

U vreme papirnog novca, kada se umesto zlatnog novca u prometu pojavio novac bez svoje unutrašnje materijalne vrednosti (a u međunarodnom plaćanju kreditni novac), problem konverzije valute i određivanje deviznog kursa postaje daleko složenije i odgovornije pitanje. O nekom automatizmu ne može biti ni govora. Teorijski ne postoje granice do kojih devizni kurs može da raste, odnosno pada, s obzirom na to da on sada u osnovi zavisi od ponude i tražnje deviza. Odnosi ponude i tražnje određuju i ponašanje deviznog kursa. U slučaju veće ponude stranog novca, devizni kurs pada. Pad deviznog kursa povlači za sobom veći uvoz, a to vodi većoj tražnji deviza, te devizni kurs počinje rasti. I obrnuto, kada kurs strane valute raste, pada tražnja, jer dolazi do pada uvoza. To znači da i ponašanje ponude i tražnje zavise od promene deviznog kursa. Devizni kurs dobija ulogu, kao i cena svake robe, da izravna ponudu i tražnju deviza na tržištu. Istina, ponuda i tražnja deviza mogu autonomno da se ponašaju, bez obzira na promene kursa. U slučaju dospeća obaveze prema inostranstvu, javlja se potreba za deviznim sredstvima – raste tražnja deviza. "Veća tražnja nije posledica padanja deviznog kursa, već naprotiv ona dovodi do rasta deviznog kursa.[1293]

Devizni kursevi papirnih valuta podvrgnuti su najvećim fluktuacijama, budući da ne postoji nikakav autorriatizam koji bi održavao devizne kurseve oko njihovog zlatnog pariteta, za koji je ova valuta bila donedavno (1976.) još samo, formalno vezana. Istina, postojao je sve do 1976. godine mali broj zemalja koje nisu odredile paritet svoje valute u zlatu, ali je to danas izričito zabranjeno. Neke zemlje dugi period, iz određenih razloga, nisu menjale svoj.zlatni paritet, mada je on značajno odstupao od zvaničnog deviznog kursa i to post delovanjem brojnih unutrašnjih i spoljnih faktora u ekonomskom razvoju.

Sve, ovo što smo do sada naveli pretpostavlja fomliranje deviznih kurseva na slobodnom deviznom tržištu, zatim postojanje službenog kursa valuta i prisustvo danas sve razvijenijih oblika deviznih i trgovinskih ograničenja. Međutim, danas postoje manipulisani devizni kursevi, kao što postoji i manipulišani domaći novac, pa devizni kurs postaje isključivo sredstvo određenih ciljeva ekonomske politike, u okolnostima postojanja brojnih deviznih i trgovinskih ograničenja, monopola, interesnih sfera i dr. Od napuštanja, odnosno sloma, zlatnog

[1293] Promene cena u zemlji primarno deluju na tražnju devize preko „pritiska" na uvoz i porast tražnje strane robe. Isto tako, na ponajanje tražnje neke valute može značajno delovati i promena kurseva drugih vahua, što je upravo danas slučaj, a usko je vezano za međunarodne valutne probleme. Pad kursa dolara može dovesti do pritiska na marku i povećanje njenog kursa i dr.

važenja, priroda formiranja i funkcija deviznog kursa potpuno se razlikuje od njegove prirode u zlatnom standardu. Stoga je neophodno da problem deviznog kursa podelimo na dve etape:

1. Formiranje i priroda deviznog kursa u doba zlainog standarda, i
2. Formiranje i priroda deviznog kursa posle ukidanja zlatnog standarda.

3.2. Teorije platnog bilansa deviznog kursa

Sistem formiranja deviznih kurseva i problem promena intervalutarne vrednosti novca oduvek su bile predmet posebnog interesa ekonomista. U tom pogledu ne postoje jedinstvena gledišta. Uglavnom su se diferencirale dve teorije:

1) Teorija platnog bilansa i

2) Teorija inflacije ili pariteta kupovnih snaga.

Teorija platnog bilansa formiranja i promena deviznog kursa objašnjava se isključivo pozitivnim ili negativnim stanjem platnog bilansa.

"Prema platnobilansnoj teoriji deviznih kurseva, devizni kurs zavisi od stanja tekućeg platnog bilansa. Ukoliko nacionalna privreda ima suficit (pozitivan platni bilans), onda to znači da je izvoz veći od uvoza, odnosno da je devizni priliv veći od deviznog odliva. Zahvaljujući tome, ponuda deviza nadmašuje potražnju i nacionalna valuta pokazuje tendenciju jačanja, tendenciju ka apresijaciji. Opet, ukoliko se radi o deficitu platnog bilansa, onda je devizni odliv veći od deviznog praliva i dolazi do depresijacije vrednosti nacionalne valute i relativnog porasta deviznog kursa strane valute. U skladu sa platnobilansnom teorijom deviznog kursa razvio se i pojam kursa ravnoteže. Kurs ravnoteže bi predstavljao takav nivo deviznog kursa koji održava platni bilans u ravnoteži na srednji rok uz stabilne ekonomske uslove u zemlji. Pod stabilnim ekonomskim uslovima u zemlji podrazumevamo takvu privrednu situaciju koju karakteriše odsustvo nezaposlenosti i inflacije. Kurs ravnoteže održava nivo monetarnih rezervi nacionalne privrede na duži rok neizmenjenim, mada se mogu tolerisati kratkoročne, mesečne oscilacije u nivou monetarnih rezervi. Dakle, bitna karakteristika ravnotežnog deviznog kursa je da on održava internu i eksternu ravnotežu nacionalne ekonomije bez primene uvoznih restrukcija ili devizne kontrole.

Budući da realan devizni kurs, odnosno kurs ravnoteže odražava ravnotežno stanje platnog bilansa, to onda pretpostavlja da ravnotežni kurs podrazumeva i ravnotežu tekućeg platnog bilansa. U skladu s tim pojava neravnoteže platnog bilansa upućivala bi na konstataciju da postojeći devizni kurs nije kurs ravnoteže, te da bi neki drugi nivo deviznog kursa bio kurs ravnoteže."[1294]

Devizni kurs jedne valute formira se na nivou – na kome se uravnotežava ponuda i tražnja određenih valuta. To drugim rečima znači da devizni kurs zavisi od stanja platnog bilansa određene zemlje.[1295] Ako jedna zemlja ima suficit u

[1294] Dr Dragoljub Stojanov, Međunarodne finansije, Sarajevo, 1981.
[1295] Dr M. Ćirović: op. cit., str. 155.

plaćanjima sa inostranstvom, onda će devizni kurs te valute rasti, odnosno devizni kurs stranog novca će pasti. Suprotno navedenom, ako zemlja ima deficit u plaćanjima s inostranstvom u određenom periodu, devizni kurs te valute će padati, dok će devizni kursevi stranih valuta rasti. Pogoršavanje platnog bilansa, znači, vodi smanjenju intervalutarne vrednosti te valute, odnosno porastu deviznog kursa ostalih valuta.

Porast deviznog kursa stranih valuta dovodi do porasta cena uvozne robe. Kako ne dolazi i do automatskog porasta cena u zemlji, paralelno s povećanjem deviznog kursa stranih valuta, cene domaćoj robi relativno opadaju (obračunate u stranoj valuti), što vodi stimulaciji izvoza. S druge strane, opada uvoz; jer cene strane robe, zbog pada kursa domaće valute, adekvatno rastu. Porast izvoza i pad uvoza dovodi, konačno, do uravnotežavanja platnog bilansa.

Teorija platnog bilansa odgovarala bi liberalističkoj epohi razvoja kapitalizma, ali ne više i savremenim uslovima vrlo složenih međunarodnih ekonomskih odnosa i razvoja. Ova teorija je stoga neprihvatljiva iz aspekta savremenih međunarodnih ekonomskih i platnih odnosa, jer zanemaruje celi niz drugih faktora, a naročito međusobni uticaj unutrašnje I spoljne vrednosti novca. Istina, mora se priznati suficit, odnosno deficit platnog bilansa, deluje na devizni kurs, međutim, to je samo jedan od velikog broja različitih faktora, koji deluju na formiranje deviznog kursa.

Osnovna slabost ove vuigarne teorije određivanja deviznog kursa, preko stanja platnog bilansa, je u preterano pojednostavljenom tumačenju efekata platnog bilansa, odnosno deficita i suficita platnog bilansa na visinu cena u zemlji i inostranstvu, koje nastaju uglavnom kao posledica uvoza i izvoza, tj. njihovog delovanja na devizni kurs.[1296]

Ako bi se praktično pokušala primeniti ova teorija, onda bi se to delimično uspelo kod razvijenih zemalja, s relativno stabilnim cenama, uravnoteženom ekonomskom strukturom i platnim bilansom, ali ne i kod zemalja u razvoju. Velike i značajne disproporcije u razvoju i potrebe ubrzanog razvoja, s visokim uvozom i nedovoljne izvozne mogućnosti, čine ih gotovo "neosetljivim" na promene deviznog kursa, a pored toga nisu podređeni ni politici ravnoteže u platnom bilansu.

Ponašanje i struktura izvoza i uvoza uglavnom zavise od strukturnih odnosa u privredi zemlje i ekonomskoj politici koja se sprovodi. Kod nedovoljno razvijenih zemalja, koje ulažu napore za osiguranje visoke stope privrednog rasta i koje sprovode odgovarajuću politiku u tom smislu, porast deviznog kursa strane valute (kao rezultat naraslog deficita platnog bilansa), ne vodi uravnoteženju, već deluje na ubrzanje rasta cena i inflacije, a ovo pak svojim delovanjem na rast

[1296] Ograničenjima u spoljnoj trgovini, deviznim režimom i uopšte intervencionizmom u privredi moguće je postići ravnotežu u platnom bilansu (zabranom uvoza, stimulisanjem izvoza i dr.), a da to nema odraza na jačanje intervalutarne vrednosti novca. Isto tako, nije isključeno, da suficit deluje inflaciono na domaće tržište, da obara kupovnu snagu novca, a time i devizni kurs.

domaće potrošnje i enormni rast uvoza – što sve vodi ka povećanju deficita do.njegovih krajnjih granica.[1297]

Tekući platni bilans nije jedina i isključiva determinanta deviznog kursa nacionalne valute. Prema tome, ako stanje u platnom bilansu prihvatimo kao jedan od brojnih faktora, čije se delovanje može odraziti na formiranje i promene deviznog kursa, kao i na kupovnu snagu na domaćem tržištu, mora se podvući da oni znatnije zavise od delovanja ostalih faktora. Pre svega, tu se ima u vidu privredna struktura i metod razvoja zemlje, stepen stabilnosti privrede, produktivnost rada, organizacija i tehnologija, kao i niz ekonomsko–političkih mera tekuće ekonomske politike. Teorija platnog bilansa uopšte ne uzima u obzir ove bitne faktore ekonomskog razvoja i stabilnosti privrede.

U ovu grupu danas se mogu uvrstiti i predstavnici neokvantitativne teorije novca, koji se zalažu za slobodno fluktuirajuće kurseve, kurseve koji bi bili rezultat platno–bilansne situacije, ali koji bi svojim promenama delovali i na uspostavljanje ravnotežnih odnosa u njoj. Devizni kurs zemlje, s deficitom platnog bilansa pada, a to dovodi do snižavanja izvoznih i povećanja uvoznih cena. Dakle, sada će porast izvoza i smanjenje uvoza, voditi smanjenju i eventualno otklanjanju deficita platnog bilansa.

Suprotan proces će se dešavati kod zemlje sa suficitom platnog bilansa. Naravno, sve to u uslovima potpunog liberalizma u domaćoj i svetskoj privredi, što danas više nigde ne postoji.

3.3 Teorija pariteta kupovnih snaga

A. Teorija pariteta kupovne snage, ili inflacionistička teorija deviznog kursa, zauzima gledište koje je suprotno prethodnoj teoriji. Ova teorija zasniva se na kvantitativnoj teoriji novca, a koren vuče od D. Rikarda i Henry Thomtona. Polazilo se od pretpostavke da porast količine novca u opticaju, uzrokuje isto toliko njegovo obezvređivanje,[1298] odnosno adekvatan pad deviznog kursa na deviznom tržištu. U svom početku ova teorija polazi od inflacije kao osnovnog uzroka pada kursa domaće valute, zbog čega je i nazvana teorijom inflacije deviznog kursa.[1299]

Suština teorije inflacije deviznog kursa je u tome da povećana količina novca u opticaju dovodi do porasta deviznog kursa, odnosno pada intervalutarne vrednosti novca zemije u kojoj se razvila inflacija. Teoriju pariteta kupovne snage posebno je razvio švedski profesor Gustav Cassel.[1300]

[1297] Dr S. Komazec: op. cit., str. 5–7.

[1298] Dr V. Metchnen Op. cit., str. 60.

[1299] D. Rikardo je prvi formulisao ovu teoriju, istakavši da je „devizni kurs trajno merilo obezvređenja novca", što je kasnije Gustav Cassel prihvatio i posebao razradio posle prvog svetskog rata, dajući joj, istovremeno, prikladnije ime – teorija pariteta kupovnih snaga.

[1300] Gustav Cassel: Das Gddprobkm der Welt, Monehen, 1923.

Teorija pariteta kupovnih snaga data je u dve varijante: (I) Statičkoj i (2) Dinamičkoj.

Statička varijanta teorije pariteta kupovne snage objašnjava devizni kurs dvaju valuta relativnim odnosima kupovnih snaga dvaju valuta.[1301] Devizni kurs rezultat je, dakle, odnosa kupovnih snaga dvaju valuta ili odnosa cena na domaćem i međunarodnom tržištu. Da bi se dobio devizni kurs neke valute, jednostavno se upoređuju cene tih zemalja, i to opšti nivo cena:

$$D_k = CA/CB$$

D_k u ovom je slučaju odnos koji pokazuje koliko je potrebno dati novčanih jedinica zemlje A za jednu novčanu jedinicu zemlje B. Ako je odnos cena100 x(A/ 50B), devizni kurs je formiran u odnosu 1B = 2A, a to znači da je kupovna snaga novca zemlje B dvostruko veća od kupovne snage novca zemlje A.

Ako dođe do inflacije i pomeranja cena u ovim zemljama, novi devizni kurs će se izračunati na bazi jednostavne Casselove formule:

$$DK_1 = Dk_0(CA/CB)$$

Stari kurs (Dk_0) množi se odnosom stepena inflacije (indeksima cena) u dve posmatrane zemlje. Ako je indeks cena zemlje A povećan na 200, a kod zemlje B na 300, novi devizni kurs zemlje B iznosiće:

$$DK_1 = 2\ (200/300) \text{ a to iznosi } 1{,}3$$

Sada se daje 0,7 manje jedinica zemlje A za jedinicu zemlje B, s obzirom da je stepen inflacije u zemlji B bio daleko veći.

Statička varijanta teorije pariteta kupovnih snaga deluje dosta ubedljivo i privlačno, jer je logički dosta povezana. Međutim, kasnija teorijska razmatranja u vezi s teorijom kupovnih snaga pokazala su dosta slabosti ove teorije.[1302] Tako se shvatilo, pre svega, da postoji više faktora koji deluju na formiranje deviznog kursa, među kojima je promena cena samo jedan od njih. Postojanje i delovanje više drugih faktora dovodi do odstupanja pariteta kupovnih snaga od deviznog kursa, odnosno do dinamičke varijante ove teorije.

Dinamička varijanta teorije pariteta kupovnih snaga, svesna slabosti statičkog pristupa, nastoji otkloniti ove nedostatke. Mada svi predstavnici dinamičke varijante nastoje u osnovi zadržati teoriju pariteta kupovnih snaga, napori se uglavnom svode na bolju formulaciju i otklanjanje uočenih slabosti statičke varijante.

Ako pođemo od pretpostavke da se devizni kurs između funte i dolara formirao na nivou 2,80 dolara za funtu sterlinga, dinamička varijanta priznaje da ovaj paritet ne može biti rezultat pariteta kupovnih snaga,[1303] znači ne polazi se od pretpostavke da se na američkom tržištu za 2,80 dolara može kupiti robe kao na

[1301] Dr M. Ćirović: op. cit. str. 157.
[1302] Dr M. Ćirović: op. cit. str. 159.
[1303] Ibidem, str. 159.

britanskom za jednu funtu. Strani paritet kupovne snage može biti različit od utvrđenog deviznog kursa. Ovo je posledica delovanja brojnih faktora, pored delovanja promena cena.

Ako pretpostavimo da u SAD i Engleskoj dođe do inflacije, pri čemu rast cena u SAD iznosi 200%, a kod Engleske 400%, cene u SAD su se udvostručile, a u Engleskoj su četiri puta više. Uz pretpostavku da su svi drugi faktori ostali nepromenjeni, promene nivoa cena delovaće na formiranje deviznog kursa.

Paritet kupovne snage pomeren je na štetu engleske funte. Funta vredi samo polovinu ranije vrednosti, dok dolar ima dvostruko veću vrednost nego što je ranije imao u odnosu prema funti. I teoriji pariteta kupovnih snaga može se uputiti prigovor, kao i kod primitivnih oblika ove teorije (inflacionističke teorije).[1304]

Teorija pariteta kupovnih snaga dosta je jednostrana i simplifikovano prilazi analizi promena deviznog kursa, odnosno intervalutarne vrednosti novca u uslovima savremenog papirnog novca, odnosno depozitnog novca.

Kupovna snaga novca, prema ovoj teoriji, rezultat je odnosa i promena opšteg nivoa cena među pojedinim zemljama, što znači da ne uzima u obzir i druge brojne faktore koji imaju neposredno delovanje na formiranje deviznog kursa. Ovde ćemo istaknuti samo neke od važnijih.

U razvijenim privredama, s razvijenim tržištem novca i kapitala, valutni kurs je često pod osnovnim delovanjem razlika i promena u kamatnim stopama u različitim privredama, promenama u oporezivanju ili olakšicama u korišćenju' kapitala, kontroli deviznog priliva ili odliva, promenama u očekivanjima u odnosu na ponašanje deviznog kursa – što sve može da dovede do velikih kratkoročnih promena deviznog kursa, čak i kada je stopa inflacije umerena.

Očekivanja promena deviznog kursa, mada se ne mogu kvantifikovati, uočiti 'i diferencirati, najuže su vezana za monetarnu i fiskalnu politiku zemlje, situaciju unutar privrednog ciklusa, konkurentnu poziciju privrede na svetskom tržištu, intervencije države na deviznom tržištu, pa i same promene deviznih kurseva.

B. Ukazujući na faktore koji dovode do odstupanja deviznog kursa od pariteta kupovnih snaga, istovremeno se ukazuje i na elemente koji pokazuju da teorija pariteta kupovnih snaga nije u potpunosti tačna. Faktori i argumenti odnose se uglavnom na statičku varijantu teorije pariteta kupovnih snaga.[1305] Međutim, ovi se faktori velikim delom odnose i na dinamičku koncepciju ove teorije. O kojim se faktorima, osim faktora cena, radi:

1. Celokupna robna proizvodnja jedne privrede sastoji se od robe koja je sposobna da postane predmet međunarodne razmene, a, s druge strane, od robe namenjene isključivo za domaće tržište. Kupovna snaga novca utvrđuje se na bazi

[1304] Dr S. Komazec: op. cit.. str. 183
[1305] Dr M. Ćirović: op. cit., str. 160.

cena svih roba, bez obzira da li će robe biti predmet međunarodne razmene ili ne. "Međutim, na devizni kurs mogu delovati cene samo onih roba i usluga koje dolaze u obzir za međunarodni promet. Na primer, visina stanarina utiče na kupovnu snagu novca, ali ne utiče na devizni kurs."

2. Povećanje proizvodnje i nacionalnog dohotka u jednoj zemlji i inpstranstvu ne mora biti istog tempa. Ako nacionalni dohodak u jednoj zemlji raste brže od dohotka u inostranstvu, domaći uvoz iz inostranstva rašće brže od porasta uvoza inostranstva iz date zemlje. I obmuto.

3. Na kretanje deviznog kursa deluje u smislu povećanja svetske tražnje. Ove strukturne promene deluju u smislu povećanja deviznog kursa onih zemalja koje su se specijalizovale u proizvodnji i izvozu proizvoda "za koje postoji tendencija rasta tražnje na svetskom tržištu. I obmuto, struktume promene vode smanjenju deviznog kursa onih zemalja koje se koncentrišu na proizvodnju i izvoz onih proizvoda za kojima tražnja na svetskom tržištu raste sporo ili opada.

4. Plaćanja po finansijskom osnovu, takođe, deluju na formiranje deviznog kursa. Radi se, pre svega, o kretanju međunarodnog kapitala i zajmova.

5. Psihološki faktor često igra značajnu ulogu u formiranju deviznog kursa. Ako je poljuljano poverenje u određenu valutu, to deluje kao dopunski faktor daljeg obezvređjvanja te valute.

6. Državna intervencija na deviznom planu se ispoljava u obliku indirektne i direktne intervencije. Indirektna postoji onda kada država svojim sredstvima deluje na formiranje ponude i tražnje sredstava na deviznom tržištu, čime deluje i na visinu deviznog kursa.

Država može, pored navedenog, preko uvoznih ograničenja da eliminiše jedan deo uvozne tražnje, te time smanjuje domaću tražnju za stranim novcem, a to deluje na povećanje deviznog kursa domaće valute.[1306] Država može i direktoim putem da reguliše visinu deviznog kursa, utvrđujući ga na veštački niskom ili previše visokom nivou, što zavisi od politike razvoja i politike platnog bilansa koju određena zemlja sprovodi u određenom periodu.

C. Iz navedenog proizlazi da devizni kurs nije i ne mora biti usklađen s paritetom kupovnih snaga pojedinih nacionalnih valuta. Teorija pariteta kupovnih snaga zbog navedenog razloga ostavlja dosta prostora za osporavanje njene naučne osnove.

Ova teorija objašnjava samo jednu uzročnu povezanost dve veličine u sistemu formiranja deviznih kurseva, dakle promene cena koje dovode do promene deviznog kursa, što je svakako jedan od značajnih faktora.

[1306] Na isti način deluju i propisi o ograničavanju iznošenja domaće valute u inostranstvo, jer se preko smanjene ponude domaćeg novca na stranim deviznim trćištima sprečava pad ili čak povećava devizni kurs domaće valute

"Ukoliko bi se želela konstruisati generalna teorija deviznog kursa, okda bi ona bila u obliku modela u kojem bi promene nivoa cena predstavljale samo jednu nezavisnu varijablu koja deluje na formiranje deviznog kursa.[1307]

Bez obzira na mogućnost da se stvore složeniji modeli, s brojnim faktorima u formiranju deviznog kursa, ostaje činjenica da promene i visina nivoa cena ostaju kao osnovni faktor koji deluje na formiranje deviznog kursa.

Pronalazeći i uspostavljajući vezu između kretanje unutrašnje i spoljne vrednosti novca, teorija pariteta kupovnih snaga ima trajnu teorijsku vrednost na tom području.

Najveća pomeranja deviznih kurseva do sada (posebno posle ratova ili velikih inflacija) mogu se najbolje objasniti preko teorije pariteta kupovnih snaga. To znači da se promene deviznog kursa objašnjavaju promenama relativnih odnosa cena u pojedinim nacionalnim monetarnim sistemima. Teorija pariteta kupovnih snaga nije u stanju da u dovoljnoj meri objasni manje promene deviznih kurseva, koje nastaju u mimodopskim i relativno stabilnim uslovima, zbog čega je i nepotpuna i daleko od toga da bude generalna.

Sve promene deviznih kurseva, posebno u savremenim uslovima svetske privrede, teorija pariteta kupovnih snaga nije u mogućnosti da objasni samo relativnim promenama nivoa cena u pojedinim zemljama, jer je to bio i ostao samo jedan od faktora u formiranju deviznih kurseva. Brojne promene u strukturi tražnje, strukturi ponude, troškovima proizvodnje, orijentaciji svetske privrede na pojedine zemlje i proizvode, zaštitne mere i brojni drugi faktori – ostaju van ove teorije.

3.4. Monetarna teorija deviznog kursa

Savremeni model monetarističkog pristupa formiranja deviznog kursa zasniva se na "globalnom monetarizmu".[1308] Nivo cena u nacionalnoj privredi, deviznog kursa, zavisi od odnosa ponude i tražnje novca, odnosno stanja ravnoteže ili neravnoteže na tržištu novca.

Ponudu novca (monetarnu ponudu) određuje uglavnom centralna banka, već prema osnovnoj orijentaciji monetarne politike (ekspanzivno ili restriktivno usmerena), dok je tražnja novca endogeno određena na tržištu.

U uslovima fluktuirajućeg deviznog kursa (koji vodi ravnoteži platnog bliansa), nema uticaja deviznih rezervi na emisiju novca. Devizni kurs uglavnom određuje visina pasive centralne banke (u sklopu monetarne baze).

Monetarna tražnja je rezultat dohotka, kamatne stope i cena.

$$Md= f(Y,I,p)$$

[1307] Dr S. Komazec: Monetarna ekonomija... str. 49.

[1308] Šire o globalnom monetarizmu videti u knjizi: dr S. Komazec. dr Ž. Ristić: Alternativne makro-ekonomske strategije. izd. ABC GLAS, Beograd. 1994.

Tražnja novca raste paralelno sa rastom realnog dohotka (proizvodnje). Porastom realnog dohotka dolazi do porasta transakcione tražnje novca. Porastom kamatne stope tražnja novca opada. Jer, porastom kamatne stope rastu oportunitetni troškovi držanja novca, čime se smanjuje njegova marginalna korisnost. Vlasnik novca nastoji da plasira novac u drugi oblik imovine (sa višim prinosom). Time se smanjuje tražnja novca i uspostavlja ravnoteža ponude i tražnje novca ha novčanom tržištu. Neravnoteža na tržištu novca može nastati kako promenama na strani monetarne ponude, tako i na strani monetarne tražnje.

Pod pretpostavkom stabilne tražnje novca, svaki porast monetarne ponude dovodi do neravnoteže na tržištu novca. Porastom mase novca vlasnici imovine dolaze do dodatne mase novca, iznad ravnotežne. Oni nastoje da se oslobode viška novca preko plasmana u hartije od vrednosti, ili druge oblike imovine. Deo nove mase novca izaziva porast cena na domaćem tržištu, dok se drugi "izliva" u inostranstvo preko dodatnog uvoza robe i usluga. Uvoz je podstaknut s jedne strane porastom domaćih cena (čime je uvozna roba jeftinija), a sa druge samim viškom novca. Porast uvoza dovodi do deprecijacije nacionalne valute. Depresijacija (obaranje deviznog kursa) domaće valute dovode do daljeg rasta cena u zemlji, čime se smanjuje kupovna moć vlasnika novca. Porast cena u zemlji smanjuje kupovnu moć vlasnika novca na inostranom tržištu.

Nastaju izvozni viškovi koji se mogu plasirati na inostrana tržišta, uz „dodatnu konkurentnost" nastalu deprecijacijom domaćeg novca na inostranom tržištu (pad deviznog kursa).

Monetaristička teorija deviznog kursa polazi od stava da je prilagođavanje cena promenama mase novca u privredi vrlo brzo, gotovo trenutno. Zahvaljujući uticaju ponude novca na domaće cene, a ovih na spoljnotrgovinske odnose, devizni kurs se vrlo brzo prilagođava promenama monetarne ponude (kreiranja novca).

Ovde se ne radi o "crnom" deviznom tržištu u zemlji, koji gotovo automatski reaguje na svaku dodatnu masu novca u opticaju, posebno kada se radi o gotovom novcu. Dodatna emisija novca (ponuda novca) obara devizni kurs, i obmuto kod restriktivne monetarne politike. S tim, što se kod restriktivne monetarne politike dostignuti kurs ne obara, već uglavnom zadržava na već dostignutom nivou.

Ova teorija ugrađuje i inflatorna očekivanja koja dodatno deluju na devizni kurs. Inflatorna očekivanja kod svih subjekata zasnivaju se na stavu da će jednom pokrenuti proces inflacije sve više da se ubrzava ukoliko je pokrenut i podržan monetarnom kreacijom. Polazi se od stabilne monetarne tražnje. Porast monetarne ponude dovodi do neravnoteže ponude i tražnje novca, uz pojavu neželjene gotovine u domaćoj cirkulaciji.

Model monetarističke determinacije deviznog kursa ima svoju realnu podlogu u novijim kretanjima deviznih kurseva u svetu i u našoj privredi. Ovo se posebno odriosi na novu varijantu monetarističkog objašnjenja deviznog kursa, naime na model "valutne supstitucije". Imovina se može nalaziti, uz napred

navedene oblike i u devizama, Monetarna ponuda i tražnja sada se proširuje i na ponudu i tražnju deviza na domaćem tržištu. Promene kamatne stope na različite valute (u tim privredama) delovaće na pomeranje tražnje za valutama sa višom kamatnom stopom. Kurs takve valute raste, paralelno sa porastom tražnje. Može doći do većih odstupanja ravnotežnog deviznog kursa od očekivanog, već prema rastu ponude novca. Naravno, na formiranje tekućeg deviznog kursa osim monetarne ponude i tražnje, efekata supstitucije deviza i sl. deluju i brojni drugi faktori, kao: kretanje cena, očekivanja, poverenje, stanje u bankarskom sistemu, stanje u platnom bilansu, devizne rezeve, visina potražnje, dohoci i raspodela, proizvodnja, investicije, stablinost tržišta, otvorenost ekonomije i dr.

3.5. Monetarna portfolio teorija deviznog kursa

Portfolio teorija deviznog kursa, kao novija, polazi od stava da se ravnotežni kurs formira pod uticajem promena na tržištu novca i tržištu kapitala, koje dovode do promene ponašanja vlasnika imovine u njegovom nastojanju da postigne optimalnu strukturu imovine (portfolia). Portfolio je određena struktura imovine, koja se može sastojati iz gotovog novca, domaćih hartija od vrednosti i inostranih hartija od vrednosti, kao i drugih (realnih) oblika imovine. Držanje imovine zavisi od prinosa koji taj oblik imovine nosi, cene imovine i rizika. Vlasnik imovine vrši stalne izmene strukture svoje imovine u želji da ostvari najveći prihod, uz najmanja ulaganja i minimalni rizik. On vrši stalno pretvaranje jednog u drugi oblik imovine.

Ako je imovina u obliku novca (M), u obliku domaćih hartija od vrednosti (B) i instrument hartija od vrednosti (E), tada se ukupna vrednost imovine izražava kao sledeći zbir:

$$W=M+B+E$$

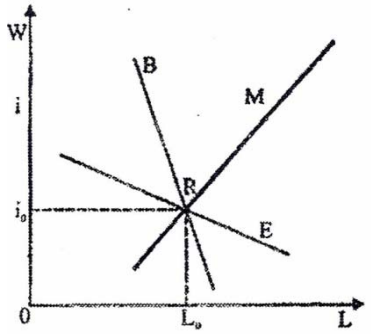
Porast M rezultat je monetarne politike centralne banke, dok je B rezultat politike državnbg duga. Prodajama hartija od vrednosti država dolazi do novca, a bivši vlasnici novca do obveznica javnog duga (B). S druge strane E zavisi od stanja platnog bilansa. Suficit tekućeg platnog bilansa istovremeno znači i deficit kapitalnih transakcija. U tom slučaju vlasnici kapitala izvoze kapital, a uvoze inostrane hartije od vrednosti.

Svaki od oblika imovine donosi određeni prihod. Prihod na domaće hartije od vrednosti (B) zavisiod kamatne stope, koja zavisi od ponude i tražnje na finansijskom tržištu i monetarne politike centralne banke.[1309] Prihod ha E zavisi od kamatnih stopa na međunarodnom tržištu novca i kapitala. Samo raspolaganje novcem M ne donosi određeni prihod, jer je to novac za tekuće transakcije. Porastom kamate plasman novca nastoji da ga pretvori u drugi oblik imovine

[1309] Videli šire u knjizi: dr S. Komazec, dr i. Kovač, dr Ž. Ristić, Finansijski i berzanski menadžment, Čigoja štampa. Beograd, 1996, str. 340–386.

(hartije od vrednosti). Finansijsko tržište je u ravnoteži kada se uspostavi ravnoteža na sva tri velika tržišta (imovine),

MONETARNA TEORIJA DEVIZNOG KURSA



Porastom kamate (i) dolazi do porasta ukupne imovine (W). Porast imovine dovodi do porasta tražnje B i M. Ako vlasnik odluči da poveća tražnju M, to će dovesti do porasta kamate (i). Porastom tražnje B doći će do porasta cena B, koji će dovesti do obaranja kamatne stope. Porast kamatne stope, s druge strane, dovodi do obaranja cena hartija od vrednosti, što će vlasnike usmeriti da prodaju hartije od vrednosti i pretvaraju ih u gotov novac.

Na tržištu novca i kapitala može doći do dve vrste promena:

1. Porast vrednosti jednog oblika imovine, uz istu ponudu ostalih izvora imovine,
2. Supstitucija jednog u drugi oblik imovine.

Do supstitucije na finansijskom tržištu obično dolazi pod delovanjem operacija otvorenog tržišta centralne banke. Centralna banka na ovom tržištu može da prodaje B i E u zamenu za gotov novac M, čime dolazi do porasta imovine u obliku hartija od vrednosti kod tih subjekata, a pada imovine u obliku novca (M). I obrnuto u slučaju kupovine hartija od vrednosti na otvorenom tržištu.

Ako centralna banka kreira novac (npr. za finansiranje budžetskog deficita), tada se narušava osnovna ravnoteža portfolia domaćih vlasnika imovine. Vlasnici raspolažu dodatnom kupovnom snagom, dok su cene na tržištu roba stabilne na kratak rok. Novac ne žele pretvarati u robu i usmeravaju ga u kupovinu B i E. Usmeravanje novca na ova dva oblika imovine primarni efekat daje u porastu kamatne stope (i) i porastu deviznog kursa. Kamatna stopa se snižava, dok devizni kurs teži deprecijaciji. Niža kamatna stopa omogućava održavanje ravnoteže na tržištu domaćih hartija od vrednosti (B), uz dati devizni kurs. Veća tražnja E dovodi do deprecijacije kursa nacionalne valute, uz rast kamate.

Prema portfolio teoriji deviznog kursa stanje i promene na finansijskom tržištu predstavljaju osnovnu determinantu promena deviznog kursa. Prilagođavanja na finansijskom tržištu su vrlo brza, gotovo trenutna, čime se brzo deluje i

na formiranje i promene deviznog kursa i kamatne stope. Stanjem i promenama na finansijskom tržištu savremena monetarna teorija objašnjava najveći broj velikih oscilacija kurseva na tržištu. U osnovi portfolio teorije je stav da porast ponude novca (M) utiče na deprecijaciju kursa. Efekat se ispoljava vrlo brzo, brže nego na promene cena.

Ova teorija posmatra i slučaj da je promena deviznog kursa veća od promene mase novca (M). To se objašnjava delovanjem očekivanja, posebno racionalnih očekivanja. Ako vlasnik kapitala očekuje višu stopu inflacije, na osnovu porasta M, tada će opadati učešće M u strukturi njegove imovine, odnosno portfolia. On će nastojati da se oslobodi novca kupovinom hartija od vrednosti, odnosno devizna sredstva na promptnom i terminskom deviznom tržištu. Kurs nacionalne valute deprecira, dok inostrane valute rastu (aprecira).

U razvijenijim modelima portfolio teorije kursa postoji određeni konzatitet: porast M vodi deprecijaciji domaće valute, deprecijacija valute vodi ka suficitu tekućeg platnog bilansa, a ovaj bilans na visinu likvidnih potraživanja prema inostranstvu. Akurnulisana potraživanja prema inostranstvu utiču na formiranje ukupne imovine i proces izmene strukture portfolia itd.

4. SISTEMI DEVIZNIH KURSEVA

4.1. Manipulisanje deviznim kursevima

U savremenim uslovima, kada u prometu cirkuliše čisti papirni novac, novac bez svoje stvarne unutrašnje vrednosti, formiranje i održavanje deviznih kurseva zasniva se na bitno drugim osnovama.

Mada je, zapravo, sve do 1976. bio zadržan formalni paritet gotovo svih valuta prema zlatu, većina autora smatra da je to bio fiktivni odnos, jer zlatni paritet ni približno ne odražava stvarnu intervalutarnu vrednost valuta. "Javnost danas više nije navikla da meri vrednost u količinama zlata kao u doba metalizma... Iz razloga praktične oportunosti, pariteti valuta se i danas izražavaju u američkim dolarima, dolarski izražen paritet danas nam neposredno više daje nego odgovarajuća stopa zlatnog pariteta, mada je možda pre sto godina određena količina zlata... mnogima davala konkretiziraniji osećaj određene protivvrednosti."[1310]

U sistemu zlatne valute, formiranje deviznog kursa, videli smo, zasnivalo se na odnosu kovničkih stopa, uz slobodno delovanje igre ponude i tražnje na deviznom tržištu. Suprotno navedenom, danas, posle sloma zlatnog važenja, devizni kurs jedne valute zavisi, pre svega, od kupovne snage novca na domaćem tržištu i od odnosa ponude i tražnje na deviznom tržištu, ali i od drugih faktora koji deluju na kupovnu snagu novca i odnose u platnom bilansu jedne zemlje.

[1310] Dr V. Pertol, Stabilizacija u uslovima dispariteta odnosa troškova proizvodnje. Ekonomist, br. 14. 1966. str. 320.

Utvrđeni devizni kurs nije više osiguran, niti ograničen "automatskim delovanjem kretanja zlata i njegovim tendencijama izravnavanja, kao što je to slučaj kod zlatne valute".[1311]

Dakle, za razliku od zlatnog standarda – u kojem su se oscilacije deviznog kursa odvijale strogo u uskim granicama zlatnih tačaka, danas objektivno one nemaju granice fluktuiranja. U okolnostima papirne valute i na osnovi odnosa ponude i tražnje deviza, te kretanja cene na tržištu, stvaraju se mogućnosti da devizni kurs neograničeno oscilira, ukoliko se prepusti automatskom tržišnom formiranju kurseva. Jasno je da se takve neograničene oscilacije jne mogu tolerisati, te ih država pokušava kontrolisati i regulisati. Bez obzirana mogućnost kontrole i dirigovanja deviznim kursom, stabilnost deviznog kursa u periodu papirne valute gotovo da je neostvariva.

Problem stabilnosti deviznog kursa danas se javlja kao jedan od vitalnih problema savremenog sveta, posebno politike spoljne monetarne stabilnosti, koja, istina, dolazi u drugi plan nacionalne ekonomske politike svih zemalja. To se obično rešava, ili želi rešiti, merama državne intervencije na tom području, odnosno deviznim ograničenjima. Time devizni kurs postaje jedno od najsnažnijih sredstava ekonomske politike. Devizni kurs nije više izraz pravih i realnih pariteta, nije više neutralni faktor, kao što je to bio u doba zlatnog pariteta. Potpuno fleksibilni devizni kursevi, uvedeni nakon sloma zlatnog važenja, bez intervencije države, nisu se dugo održali. Pojava intervencije države u tom smislu je i put uvođenja manipulisanih deviznih kurseva.

Manipulisanjem deviznim kursom, politikom njegove precenjenosti ili potcenjenosti, država nastoji osigurati što povoljnije odnose u svom platnom bilansu, postići ravnotežu, delovati na priliv ili odliv kapitala, uvoz, izvoz i dr.

Zbog takvog sve razvijenijeg državnog intervencionizma na području platnog bilansa i deviznog kursa došlo je do pojave različitih deviznih kurseva, umesto ranijeg jedinstvenog deviznog kursa.

4.2. Vrste deviznih kurseva

Danas ne možemo govoriti samo o fiksnim deviznim kursevima. U vreme papirnog važenja, devizni kursevi mogu biti:

- Stabilni ili fiksni,
- Diferencirani devizni kurs,
- Slobodni, fluktuirajući ili fleksibilni i
- Upravljivo–fluktuirajući (flotirajući) kurs.

Ovde ćemo dati samo osvrt na osnovne i najvažnije oblike deviznog kursa. Istaći ćemo najpre politiku deprecijacije i aprecijacije deviznog kursa, a zatim pozitivne strane i nedostatke fiksnih, odnosno fluktuirajućih kurseva.

[1311] Dr J.Tomašević, op. cit., str. 1428.

4.3 Fiksni devizni kurs

4.3.1. Funkcionisanje sistema fiksnog kursa

Pod fiksnim deviznim kursom danas se podrazumeva kurs koji odrede monetarne vlasti zemlje, a koji treba da odražava realnu vrednost domaće valute na svetskom tržištu (smatra se da ne treba da se menja u periodu od 3 do 5 godina).

Sistem i politiku takvog fiksnog kursa danas više ne sprovodi ni jedna zemlja, posebno razvijene kapitalističke zemlje, s relativno stabilnom privredom. Radi se o privredama s visokim deviznim rezervama (zlato, devize i SPV) koje su zbog toga i u mogućnosti da povećanim intervencijama na deviznom tržištu održavaju svoje kurseve u uskim granicama oscilacija, da ih tako čine relativno stabilnim. Intervencijama na deviznom tržištu, preko kupovina i prodaja deviza, centralne banke osiguravaju zahtevanu stabilnost deviznog kursa, sve u granicama maksimalno dozvoljenih oscliacija (danas je to plusminus 4,5% u odnosu na određeni paritet).[1312]

Uzmimo, na primer, da je službeni paritet Lire prema dolaru 625 lira za dolar. Donji interventni kurs – kada monetarne vlasti obavezno moraju pristupiti kupovini dolara – iznosi 620 lira, a gornji interventni – kada monetarne vlasti obavezno moraju da prodaju neograničene količine dolara – iznosi 630 lira za dolar. To su maksimalne granice fluktuacije lire i dolara na dnevnom (promptnom) deviznom tržištu.

Ako se devizni kurs održava iznad realnog kursa ili kursa ravnoteže, radi se o potcenjenom ili depresiranom deviznom kursu domaćeg novca. Ako je devizni kurs domaće valute ispod realnog kursa ili kursa ravnoteže, radi se o precenjivanju ili aprecijaciji kursa domaće valute. Na primer, neka je kurs ravnoteže dinara i dolara 27,00 : 1. Ako se daje na tržištu i odredi 30 dinara za jedan dolar, u tom slučaju je kurs dinara potcenjen u odnosu prema realnom ili ravnotežnom kursu. Suprotno tome, ako se odredi kurs od 20 : 1, dakle daje se 20 dinara za jedan dolar, u tom slučaju je dinar precenjen u odnosu prema dolam. Kurs ravnoteže obično je definisan kao kurs koji u određenom periodu uspeva da održava bilans plaćanja u ravnoteži, bez pribegavanja deviznim i trgovinskim ograničenjima, uz odsustvo nezaposlenosti, s jedne, i inflacije, s druge strane, dakle, uz koordinaciju unutrašnje i spoljne privredne ravnoteže. Kurs ravnoteže mora, dakle, ispuniti tri uslova:

1) Bilans plaćanja mora ostati u ravnoteži od 3 do 5 godina, a ne smeju nastupiti ni veće promene u deviznim rezervama,

[1312] Ovi kursevi kapitalističkih zemalja odgovaraju realnoj vrednosti i kursevima ravnoteže u okolnostima postojanja spoljne konvertibilnosti u međunarodnim plaćanjima. U istočnoevropskim zemljama fiksni kursevi su, u stvari, manipulisani kursevi i najčešće ne odražavaju realnu vrednost nacionaine novčane jedince. One ne dozvoljavaju nikakve oscilacije kurseva, niti konvertiranje u druge valute. Stabilnost kurseva odražava se regulisanjem uvoza i subvencijom izvoza, čime se fiksni kursevi pretvaraju u čistu fikciju.

2) Ravnoteža se mora postići bez pribegavanja deviznim i uvoznim ograničenjima

3) Ravnoteža se ne sme postići po cenu nezaposlenosti u zemlji, odnosno pada stope ekonomskog rasta.[1313]

4.3.2. Deprecijacjja i aprecijacija deviznog kursa

Politika deprecijacije ili potcenjivanja domaće valute obično se sprovodi radi poboljšanja odnosa u platnom bilansu. Deprecijacija valuta, odnosno devizni kurs iznad kursa ravnoteže, čini domaću robu za inostranog kupca jeftinijom, pa dolazi do stimulacije izvoza, uz istovremeno ograničavanje uvoza robe (inostrana roba u zemlji s depreciranom valutom postaje skuplja). Kod politike aprecijacije, javlja se potpuno obmut efekat: stimulacija uvoza i destimulacija izvoza i preko toga popravljanje stanja platnog bilansa (karakterističan je visok suficit).[1314]

Povećanjem izvoza i relativnim smanjenjem uvoza popravlja se stanje trgovinskog, a, preko njega, i platnog bilansa.

Politika veštačkog smanjenja deviznog kursa, domaće valute, radi stimulacije izvoza i ograničavanja uvoza, ma koliko izgledala laka i atraktivna – ne može davati rezultate na neodređeno vreme.

Pre svega, da bi ova mera dala povoljne rezultate, potrebno je:

- Da inostrana tražnja za domaćom robom bude dovoljno elastična,
- Da takva zemija ima visok koeficijent spoljne trgovine, odnosno učešća spoljne trgovine u nacionalnom dohotku, da zavisi od nje (jer bi malo ili neznatno učešće spoljne trgovine, umanjilo ove efekte) i
- Da ovakvoj politici pribegava samo mali broj zemalja, jer se javljaju fenomeni konkurentnih deprecijacija, koji su u stanju da u potpunosti neutrališu efekte ove politike jedne zemlje.

Politika aprecijacije ili precenjivanja domaće valute, videli smo, predstavlja održavanje deviznog kursa ispod kursa ravnoteže. Preko politike aprecijacije cene uvozne robe su na nižem nivou, dok su cene domaće robe relativno veće. Često je politika aprecijacije dikurana potrebama ubrzanog privrednog razvoja, posebno u početnim fazama industrijalizacije, zbog većih potreba za uvozom opreme i repromaterijaia, ali isto tako radi pribavljanja potrebnih deviznih sredstava po nižem kursu u svrhu plaćanja dospelih dugovanja, prema inostranstvu.

Politiku deprecijacije zemlja može sprovoditi neograničeno. Aprecijacija se ne može sprovoditi duže vreme bez državne" intervencije (centralne banke) na deviznom tržištu deviznih ograničenja i mera devizne kontrole. Deficit platnog bilansa, koji obično nastaje zbog porasta uvoza i pada izvoza, mora se pokrivati

---

[1313] Dr M. Ćirović: Novac i kredit, skripta LI deo, Beograd, 1968, str. 173. i Monetarna ekonomija, Beograd, 1987.

[1314] Visok suficit obično deluje inflatomo u toj zemlji, s obzirom na dopunsku emisiju domaćeg novca koja ga prati, što znači da se suficitom platnog bilansa „uvozi inflacija" u zemlju.

deviznim rezervama. Teško je pretpostaviti da postoje takve devizne rezerve kojim se duže vreme može pokrivati stalni deficit platnog bilansa. Međutim, ako se politika aprecijacije sprovodi duže vreme, obično je praćena merama devizne kontrole. Kod fiksnog deviznog kursa, posebno je razvijen sistem višestrukih ili diferenciranih deviznih kurseva.

U sistemu fiksnih deviznih kurseva moguće je izdiferencirati jednostruke i višestruke devizne kurseve. Diferencirani predstavljaju sistem većeg broja kurseva koji se mogu otvoreno primenjivati za pojedine robe u izvozu i uvozu, ali i prikriveno, kroz postavljanje tzv. kursnih ingredijanata (dodataka na fiksni kurs), preko politike cena, premija, koeficijenata i sl. Primenjuje ga obično većina zemalja u razvoju, ali i razvijene zemlje. Upravo se, stoga, i postavlja pitanje da li uopšte postoji čvrsti fiksni kurs. Više je to jedno određeno područje oko fiksnog kursa kojeg čine razni dodaci ("kursni ingredijenti") na zvanični devizni kurs.[1315]

Pozitivne strane fiksnog kursa: Fiksni kurs ima određene dobre karakteristike:

1. Fiksni kursevi su čvrsta osnova međunarodne trgovine i sistema plaćanja. Oni istovremeno značajno eliminišu mogućnosti pojave i širenja valutnog dampinga. Valutni rizici su svedeni na minimum, posebno u slučajevima kada se ugovaraju i zaštitne klauzule u sistemu međunarodnih plaćanja,
2. Fiksni kurs, u izvesnom smislu, kod postojanja šire konvertibilnosti valuta, dovodi do internacionalizacije domaćeg novca,
3. Šire korišćenje fiksnih kurseva istovremeno podrazumeva i potrebu usaglašavanja mera monetarne politike svih zemalja, dakle na međunarodnom planu,
4. Domaći novčani opticaj u ovom sistemu se mora podrediti stanju i promenama. monetarnih rezervi, koje postaju strateški faktor i kanal za stvaranje i povlačenje nacionalnog novca,
5. Osnova realno određenog i podržavanog fiksnog deviznog kursa je stabilnost privrede, odnosno privredna i monetarna ravnoteža. Narušavanje privredne ravnoteže i promene cena unutar privrede moraju se odraziti na promene (sniženja) kursa domaćeg novca,
6. Fiksni devizni kurs stvara povoljnu finansijsku klimu i sigurnost za međunarodno prelivanje novca i kapitala. Teorija je stala na stanovište da su u savremenim privredama i u manjim monetarnim potresima veći rizici na strani većih promena deviznih kurseva u odnosu na ranije razlike u nivou kamatnih stopa u različitim privredama (koje su dovele do prelivanja novca i kapitala iz privreda s nižom u privrede s višom kamatnom stopom),
7. Fiksni kurs apriori traži sinhronizaciju ne samo nacionalnih monetarnih politika, već i fiskalne politike, politike dohotka, platnobilansne politike, politike cena i dr.

[1315] Videti Šire: dr S. Komazec: Teorija savremenog privrednog razvoja. Viša ekonomska škola, Split, 1970.

Nedostaci sistema fiksnog deviznog kursa:

- U sistemu fiksnih kurseva dolazi do izražaja sukob ciljeva ekonomske politike, posebno zahtev za istovremenim ostvarenjem politike pune zaposlenosti, održavanja visoke stope rasta i uravnoteženosti platnog bilansa. Taj cilj ekonomske politike u uslovima fiksnih kurseva postaje nerešiv.
- Fiksni devizni kurs traži povremeno njegovo prilagođavanje nastalim stvarnim promenama u različitim privredama (cene, dohodak, devizne rezerve, platno–bilansna neravnoteža i dr.), zbog čega se postavlja pitanje: da li će se novi kurs odabrati na onom nivou da to bude nđvi kurs ravnoteže. Ako neka zemlja ima deficit u platnom bilansu, uz visoku nezaposlenost, ona može da vrši devalvaciju u većem postotku u odnosu na "kurs ravnoteže", da bi uz otklanjanje deficvita platnog bilansa dovela do povećanja izvoza, porasta nacionalnog dohotka i povećanje zaposlenosti. Ovaj devizni kurs se sporo prilagođava i približava stvarnoj vrednosti valuta.
- Fiksni kursevi destimulativno deluju na spoljnotrgovinske odnose i investicije u inostranstvu.
- Fiksni devizni kurs, pre ili posle, redovno dovodi do udaljavanja stvarnih od ravnotežnih kurseva, pre svega zbog razlika u kretanju plata, cene, troškova reprodukcije, produktivnosti rada, nove tehnologije i dr. do kojih dolazi u toku razvoja zemalja. Ovo, međutim, neminovno dovodi do poremećaja na rpbnom tržištu.
- Fiksni kursevi zahtevaju stalnu intervenciju monetarnih vlasti preko deviznih rezervi u svrhu "zaštite" izabranog deviznog kursa, te su zbog toga potrebne jače devizne rezerve.
- Otkupljivanjem svih ponuđenih količina deviza po datom kursu i puštanjem u opticaj domaćeg novca fiksni kursevi pothranjuju domaću inflaciju i dovode do međunarodnog prenošenja inflacije iz jednih u druge zemlje.

4.4 Fluktuirajući devizni kurs

Sistem fluktuirajućih deviznih kurseva predstavlja takve kurseve koji se formiraju slobodno prema dnevnoj ponudi i tražnji deviza na deviznom tržištu ili kod banaka. Monetarni organi ne primenjuju nikakve mere u vezi sa intervaautarnom vrednošeu svoje valute. Sve, ili uglavnom sve, je prepušteno odnosima ponude i tražnje na deviznom tržištu, da bi se održale oscilacije kurseva u željenim granicama. U ovom drugom slučaju radi se o "prljavom fluktuiranju", jer se intervencijom monetarnih vlasti žele obuzdavati preterane oscilacije kurseva.

Prednosti fluktuirajućeg kursa:

1. Osnovna prednost fluktuirajućeg kursa je jednostavnost u njegovom formiranju. Kurs varira na deviznom tržištu – na osnovu ponude i tražnje deviza.

Ovaj devizni kurs omogućava širenje liberalizacije svetske trgovine i automatsko platno–bilansno uravnotežavanje.

2. Fluktuirajući kurs dovodi do bržeg približavanja stvarnog kursa kursu ravnoteže, odnosno realnoj vrednosti valuta. Reagujući svakodnevno, ovi kursevi dovode do neposrednog menjanja odnosa cena svih proizvoda i usluga u međunarodnoj razmeni, dovodeći do uspostavljanja nove ravnoteže.

3. Tok fluktuirajućeg kursa inostrane valute je roba na domaćem tržištu (sui generis), tako da je formiranje cene podložno delovanju ekonomskih zakonitosti, kao i kod svih ostalih roba.

4. Ovaj devizni kurs omogućava veći stepen slobode vođenja autonomne domaće monetarne i ekonomske politike, koje obično u prvi plan ističu stopu ekonomskog rasta, punu zaposlenost, internu domaću stabilnost, a da pri tome nisu "okovane" platno–bilansnom situacijom. Da bi se ostvarila istovremeno i ravnoteža platnog bilansa, neophodno bi bilo sprovoditi u zemlji deflacionu (ili inflacionu) politiku podređenom stabilnom kursu.

Spoljnotrgovinska ravnoteža je prepuštena delovanju deviznog kursa koji se sada menja. Stabilan i trajan rast i puna zaposlenost sada su stubovi nacionalne politike razvoja, dok je devizni kurs podređen tim ciljevima.

5. Fluktuirajući kursevi omogućavaju veću efikasnost domaće monetarne politike. Ako neka zemlja u borbi protiv inflacije podigne kamatnu stopu (ili vodi restriktivnu politiku novca i kredita), porast kamatne stope dovešće do priliva kratkoročnog kapitala, koji će imati tendenciju da snizi devizni kurs (revalvacija domaćeg novca). Veći kurs domaćeg novca dovodi do povećanja uvoza, a smanje'nje izvoza. Porast uvoza dovodi do snižavanja cena na domaćem tržištu, ili će dovesti do smanjenja nacionalnog dohotka, odnosno oba delovanja istovremeno. Promene u trgovinskom bilansu pomoći će, uz porast kamate, da se brže otklanjaju inflacioni poremećaji. Suprotno navedenom, ako neka zemlja želi da poveća proizvodnju i zaposlenost, sniziće kamatnu stopu. Smanjenje kamate dovodi do odliva kapitala, dolazi do pada kursa domaćeg novca (devalvacije), dolazi do porasta izvoza u odnosu na uvoz. To će podstaknuti već nastale promene u domaćoj privredi na sektoru potrošnje, kredita i investicija nastalih sniženjem kamatne stope.[1316]

6. Fluktuirajući kursevi su uglavnom rezultat promena kupovnih snaga nacionalnih novčanih jedinica, tako da se menjaju srazmerno tim promenama.

7. Nepovoljna kretanja deviznog kursa domaće valute su dobar indikator monetarnim vlastima, i drugim organima ekonomske politike, da su potrebne određene korektivne akcije u domaćoj privredi.

8. Kod fluktuirajućeg kursa, obično nije potrebna intervencija centralne banke na deviznom tržištu, pre svega radi zaštite kursa domaće valute.

[1316] Ovo sve pod pretpostavkom jedne razvijene privrede u kojoj postoji značajna osetljivost kretanja privrede na promene kamatne stope (investicije, stanje novca i kredita i dr.), što stvarno u savremenim razvijenim, a posebno nerazvijenim, privredama ne mora da bude slučaj.

9. Potrebne su i manje devizne rezerve, jer se devizni kurs automatski menja (devalvira ili revalvira), već prema odnosima ponude i tražnje, što znači i manja imobilisana sredstva za nacionalnu privredu (u režimu ovih kurseva osnovni teret gubitka na kursnim razlikama pada na poslovne banke i druge nosioce deviza, a ne više na centralnu banku). Ove rezerve se sada mogu većim delom koristiti za dodatni uvoz, finansiranje dodatne vlastite i opšte potrošnje, odnosno u investicije za proširenje kapaciteta.

10. Fluktuirajući devizni kurs ograničava spekulativno kretanje novca i kapitala. Ovo iz razloga što ne postoji više obaveza konverzije deviza po unapred datom deviznom kursu.

11. Sistem fluktuirajućih kurseva omogućava svakoj zemlji da "bira stepen inflacije po svojoj želji, s tim što takva inflacija ne može biti izvezena u zemlje sa stabilnom valutom (ili zemlje čija je stopa inflacije niža)."

Nedostaci sistema fluktuirajućih kurseva: Nedostaci sistema fluktuirajućih kurseva obično se ističu u sledećim elementima:

- Velika nestabilnost i neizvesnost od budućih kretanja na deviznom tržištu, što stvara nesigurnost u međunarodnom sistemu plaćanja i međunarodnom prometu,
- Devizni rizik u poslovanju,
- Opasnost od pojave i međunarodnog prenošenja inflacije, ali i njenog širen ja u nacionalnim privredama,
- Promene u međunarodnoj monetarnoj sposobnosti,
- Prelivanje dohotka iz uvoznih u izvozne zemlje,
- Podsticaj spekulacije u politici potcenjivanja nacionalnih valuta i dr.

U svakom slučaju, prednosti fluktuirajućih kurseva su znatno veće od nedostataka, koji su neosporni. Međutim, fiksni kurs je danas prevaziđen i nespojiv s novim odnosima i ciljevima razvoja unutar nacionalnih privreda i svetske privrede u celini, posebno u uslovima širenja inflacije, krize dolara, demonetizacije zlata (o čemu šire govorimo nešto kasnije), hroničnih deficita platnog bilansa svih zemalja, nastojanje da se vodi autonomna monetarna politika u zemlji i dr.

U savremenim okolnostima fluktuirajući devizni kursevi ne formiraju se' više slobodno, već kao i fiksni kursevi postaju predmet određene devizne kontrole. U tom smislu se može govoriti o manipulisanom fluktuirajućem deviznom kursu, koji se danas obično naziva plivajući (floating) kurs. On je često skopčan s praktičnom politikom određenih razvijenih zemalja, da bi se otklonile nepovoljne posledice pritiska na određenu valutu, posledice "krize dolara" kao svetske valute, posledice koje donosi "vrući novac", odnosno lutajući kapital, (hot money) u zapadnoevropskim privredama. Slobodno plivanje kurseva, kao specifičan oblik fluktuirajućih kurseva, ne može se duže tolerisati, odnosno primenjivati, kao oblik dugoročne politike deviznog kursa, zbog čega se u novije vreme prešlo na upravljivo fluktuiranje deviznih kurseva u okviru određenih međusobno dogovorenih

granica fluktuiranja (najpre 2,25%, a zatim od danas 4,5% od izabranog kursa). Ovaj problem šire objašnjavamo u delu o reformi međunarodnog sistema.

5. FORMIRANJE DEVIZNIH KURSEVA

Devizni kurs kao cena stranog novca formira se na deviznom tržištu u zavisnosti od kretanja i međusobnih odnosa ponude i tražnje deviza. Ponuda i tražnja deviza su odraz stanja u platnom bilansu.

Deficit platnog bilansa znači da je devizni odliv veći od deviznog priliva, čime je i tražnja deviza u privredi veća od ponude. Suficit platnog bilansa vezan je za veću ponudu od tražnje deviza, odnosno veći priliv od odliva.

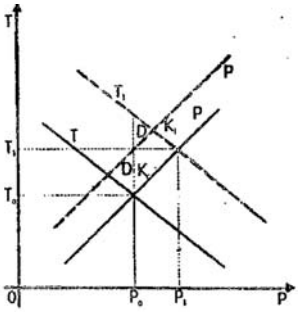
Tražnja deviza potiče od stavki platnog bilansa koje znače obaveze zemlje da vrši određena plaćanja prema inostranstvu, odnosno definitivan odliv deviza. U ove transakcije spadaju: "

- Uvoz robe i usluga,
- Plaćanje kamata i dividendi,
- Jednostrana transferna plaćanja,
- Izvoz kapitala.

Plaćanje uvoza robe i usluga znači odliv ranije ostvarenog deviznog priliva, osim kada roba nije dobijena na kredit, kada će naknadno dospećem kredita uslediti plaćanje kamate i plaćanje glavnice duga. Plaćanje kamate je neelastično i redovno se mora izvršavati, kao i plaćanje dospelih dividendi (ako se ne vrši kapitalizacija dividendi).

Jednostrana transferna plaćanja (penzije, invalidnine, pomoći i sl.) predstavljaju definitivan odliv i smanjenje deviznih rezervi zemlje.

TRAŽNJA I PONUDA DEVIZA I FORMIRANJE DEVIZNOG KURSA



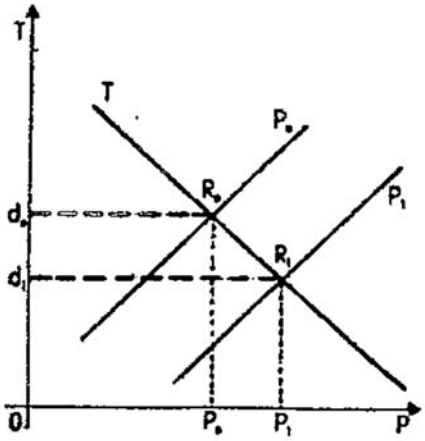
Izvoz kapitala stvara tražnju deviza na domaćem tržištu, obzirorp da se u međunarodnim ekonomskim i platnim odnosima plaćanje vrši u tzv. konvertibilnim sredstvima plaćanja. Da bi se izvršio izvoz kapitala potrebno je konver-

tovati nacionalnu valutu u valutu druge zemlje, već prema zahtevu zemlje – poverioca. Konverzija valuta vrši se na deviznom tržištu. Ako zemlja A želi da plasira kapital u zemlju B, ona mora izvršiti konverziju svoje valute u valutu zemlje B, a zatim taj kapital plasirati u zemlju B. Ovim se u"zemlji A povećava ponuda domaće valute, a povećava tražnja valute B. Tražnja deviza deluje na devizni kurs, ali i devizni kurs sa svoje strane deluje na tražnju (i ponudu) deviza.

Formirana ponuda (Po) i tražnja deviza (To) formiraju ravnotežni devizni kurs (DK). Tb je kurs, koji čisti tržište. Povećanje tražnje deviza na T_1 uz istu

ponudu deviza Po dovodi do porasta deviznog kursa na DKi. Ako se ponuda deviza smanji (Linija P pomeri ulevo) dolazi do porasta deviznog kursa.

PROMENA PONUDE DEVIZA UZ ISTU TRAŽNJU DEVIZA Tt



Povećanje ponude deviza na deviznom 'tržištu sa Po na P_1, uz datu tražnju deviza T dovodi do pomeranja tačke uravnotežavanja sa Ro na R_1, ali uz novi, niži kurs sa do na d_1.

Postoje i druge moguće kombinacije odnosa ponude i tražnje deviza i deviznog kursa: da se povećavaju, smanjuju, jedna menja druga ostaje nepromenjena, jedna se brže ili sporije menja od druge. Sve to ima odraz na formiranje deviznog kursa.

Ponuda deviza dolazi od aktivnih stavki platnog bilansa. One predstavljaju plaćanje inostranstva prema zemlji, odnosno priliv deviza. Ove transakcije se odnose na sledeće stavke platnog bilansa:

1. Izvoz robe i usluga,
2. Primanja na ime kamate i dividendi,
3. Jednostavni transferi – primanja,
4. Uvoz kapitala.

Ponuda deviznog kursa je funkcija promene deviznog kursa. Porastom deviznog kursa raste i ponuda, uz pretpostavku da su.drugi faktori nepromenljivi.

Porast deviznog kursa stranog novca, odnosno sužavanje kursa domaćeg novca (devalvacija) stimulativno deluje na izvoz. Izvoznik za jedinicu ostvarenog deviznog priliva konverzijom u domaći novac dobija znatno veći iznos domaćeg novca. Time porastom kursa strane valute domaća roba postaje jevtinija za stranog kupca, što podstiče njihovu tražnju i izvoz iz zemlje. Strana tražnja domaće robe je osnovna pretpostavka porasta izvoza (naravno, uz odgovarajući kvalitet i asortiman roba).

Uzajamnim delovanjem ponude i tražnje deviza, videli smo, formira se devizni kurs na deviznom tržištu. Devizno tržište obično nije perfektno i potpuno slobodno. Intervencija centralne banke, države ili niza država je uobičajena u provođenju makroekonomske politike. Takvim intervencijama se može izabrati bilo koji kurs koji je u funkciji drugih ciljeva razvoja i ekonomske politike. Kurs je i tada rezultat odnosa ponude i tražnje deviza, ali nije ravnotežni kurs. Obično je jedan veći deo devizne tražnje ostao nepodruiren (racionisanje devizarria), tako da se nasuprot formirane ponude javlja samo deo tražnje na tržištu. Ako je tražnja deviza veća od ponude, što je vezano za deficit platnog bliansa, tada devizni kurs slabi, odnosno postoji stalan pritisak na obaranje kursa domaćeg novca i rast kursa (cene) stranih sredstava plaćanja (deviza). Centralna banka može višak tražnje popuniti ponudom deviza na deviznom tržištu iz deviznih rezervi. Devize se prodaju za potrebe plaćanja inostranstvu za domaći novac. Domaći novac se povlači iz opticaja i poništava, tako da je smanjenje deviznih rezervi i deficit platnog bilansa vezan za restriktivnu politiku novca i kredita. Jačanje (povećanje) deviznih rezervi s druge strane, vezano je za porast domaćeg novčanog opticaja.[1317]

Devizni kurs se može pored intervencija centralne banke, održati na izabranom nivou i merama devizne kontrole.[1318] Međutim, održavanje precenjenog i nerealnog deviznog kursa ne može se održati duže vreme. Precenjena domaća valuta vodi politiku uvoza, visokoj tražnji deviza i destimulaciji domaće proizvodnje i izvoza. U privredi dolazi do strukturnih poremećaja sa sve bržim rastom uvoza u odnosu na izvoz. Deficit trgovinskog bilansa se proširuje, a time i deficit platnog bilansa. Privreda mora da se zadužuje u inostranstvu da bi pokrila deficit i osigurala dodatni uvoz, odnosno dolazi do odliva deviznih rezervi za sve veća dospela plaćanja i deficite platnog i trgovinskog bilansa. Nema tih deviznih rezervi koje mogu dugo izdržati pritisak sve većeg uvoza i sve slabijeg izvoza. Odliv deviznih rezervi se javlja kao redovna posledica takve "zaštite" precenjenog deviznog kursa. Zemija je dugo živela iznad svojih mogućnosti (posebno preko uvoza kapitala).

U takvim odnosima nastaje tzv. fundamentalna neravnoteža platnog bilansa koja se ne može lečiti parcijalnim i kratkoročnim merama. Država mora smanjiti domaću potrošnju i svesti je u okvire materijalnih bilansa, odnosno da vodi politiku snažnog podsticanja izvoza. Koncepcija ograničavanja uvoza

[1317] Dr S. Komazec: Strategija stabilizacije ekonomskog sistema.. str. 580–618. 3°
[1318] Dr S. Komazec, dr Ž. Ristić: Međunarodne finansije, Novi Sad, 1992.

("skraćivanja duže noge"), umesto podsticanja izvoza ne vodi otklanjanju fundamentalne neravnoteže i trajnijem lečenju deficita platnog bilansa. Osnovni strateški pravac je povećanje izvoza ("produženje kraće noge") u šta se uklapa i devalvacija nacionalne valute.[1319]

6. FLEKSIBILNI I KLIZAJUĆI DEVIZNI KURS

Nacionalna privreda se može u opštem naporu prilagoditi uslovima svetskog tržišta da izabere dve moguće varijante (strategije):

- Promenom domaćeg nivoa cena (deflacija),
- Promenom deviznog kursa domaće valute.

U uslovima fiksnih kurseva, videli smo, proces prilagođavanja se vrši preko promena cena i promena dohotka (proizvodnje). Obzirom da se uglavnom radi o potrebi apsolutnog i relativnog (u odnosu na svetsko tržište) snižavanje domaćih cena, što je praćeno oštrom restriktivnom (deflacionom) monetarnom politikom, to se često ovaj metod retko primenjuje, jer u sebi krije veliku opasnost od upadanja u zamku krize koja prati deflaciju. Rigidnost deviznog kursa i brojne slabosti koje prikazuje[1320] najveći broj privreda usmerava na fluktuirajuće odnosno fleksibilne devizne kurseve. U uslovima plivajućih kurseva proces prilagođavanja se vrši brzo promenama kursa nacionalne valute, uz istovremeno održavanje relativno slobodnih cena. Naravno, videli smo, i fluktuirajući kursevi imaju svoje nedostatke. Zbog toga danas u svetu dominiraju fleksibilni kursevi, a često se u određenoj fazi razvoja ili situacije u privredi pribegava klizajućim deviznim kursevima.

Međunarodni monetarni fond je, videli smo, u početku odredio vrlo uske oscilacije kurseva oko izabranog pariteta od ± 1%. Kasnije je ta margina povećana na ± 2,25%, da bi danas bila prinvaćena šira granica oscilacija od ± 4,5%. Dakle nema potpuno slobodnih ili fluktuirajućih kurseva. Kursevima su određene dozvoljene granice oscilacija, kada počinju intervencije centralnih banaka ili međunarodnih finansijskih institucija u zaštiti deviznog kursa i sprečavanja daljih (širih) oscilacija. Radi se u izvesnom smislu o upravjivo fluktuirajućem kursu. Fleksibilni kurs je u izvesnom smislu kompromis između rigidnog fiksnog kursa i potpuno slobodnog fluktuirajućeg kursa. Prilagođavanje nacionalne akcije svetskom tržištu odvija se promenama deviznog kursa u određenim granicama, bez većih zahvata na području cena i dohotka (proizvodnje).

Prednosti fleksibilnog kursa su sledeće:

1. Širi raspon oscilacija kursa oko kursa ravnoteže u odnosu na fiksni kurs,
2. Brže i bezbolnije uspostavljanje kursa ravnoteže,

[1319] Devalvaciju valute i efekte devalvacije šire smo obradili na drugom mestu.

[1320] Videti deo u kojem izučavamo nedostatke fiksnog deviznog kursa. Videti i rad: dr M. Ćirović: Fleksibilni devizni kurs i monetarna politika. Zbornik radova, Skoplje, oktobar 1996, str. 47–57.

3. Destimulacija spekulacija kursevima i rizicima,

4. Nacionalna privreda ima veću slobodu u vođenju makroekonomske, posebno monetarne, politike u odnosu na fiksne kurseve,

5. Smanjuje se potreba za držanjem većih deviznih rezervi koje treba da "štiti" devizni kurs,

6. Promene pariteta nacionalne valute. se vrše gotovo bezbolno, često uz saglasnost međunarodnih monetarnih i kreditnih institucija (od kojih se dobija i finansijska podrška za promenu kursa),

7. Devizni kurs je odraz stanja u platnom bilansu, deviznih rezervi i privrednih tokova, tako da se može brzo reagovati u njegovom prilagođavanju potrebama privrede i platnog bilansa,

8. Ovakav devizni kurs omogućava šira koordinaciju makroekonomske politike između niza zemalja, čime postaje predmet interesa i brige i drugih' zemalja i dr.

Jedan od većih nedostataka fleksibilnog kursa jeste što u uslovima dugoročne platnobilansne neravnoteže ovaj kurs poprima obeležja fiksnog kursa, jer se kurs nalazi stalno na gornjoj interventnoj tački. To znači da i u uslovima postojanja fundamentalne neravnoteže platnog bilansa ostaje samo devalvacija.

Klizajući devizni klirs[1321] predstavlja kurs koji je izložen čestim ili stalnim promenama pariteta nacionalne valute u procesu njenog prilagođavanja određenim varijablama u privredi. Ovde se pre svega ima u vidu promena monetarnih rezervi, promena cena, deficit platnog bilansa, ponašanje izvoza i uvoza ji kretanje kapitala, nastala precenjenost ili podcenjenost deviznog kursa i sl.

Devizni kurs nacionalne valute može jednostavno „plivati",odnosno menjati se dnevno, nedeljno, mesečno. Oscilacije kursa oko pariteta vrše se kada se dostigne određeno odstupanje kursa od izabranog nivoa (npr. 2–3%, 5% i dr.).

Klizajući kurs ima određene prednosti:

1. Stalne (tekuće) promene pariteta valute su gotovo neosetne, za nacionalnu privredu u odnosu na velike i iznenadne devalvacije,

2. Prilagođavanje platnog bilansa vrši se kontinuirano promenama kursa do maće valute (puzajuća, permanentna blaga devalvacija),

3. Smanjuje se podsticaj deviznim spekulacijama,

4. Smanjuje se i drži pod kontrolom valutni rizik,

5. Smanjuje se potreba za držanjem većih deviznih rezervi za „zašlitu" deviznog kursa,

6. Devizni kurs postaje sredstvo nacionalne ekonomske politike kojim se postižu drugi razvojni ciljevi – razvoj, zaposlenost, stabilnost i dr..

Osnovni problem kod ovog kursa javlja se u obliku valutnog ratovanja, odnosno valutnog dampinga, koji se često naziva konkurentna (skrivena) devalvacija.

[1321] Videti kasnije deo o upravljivo fluktuirajućim kursevima.

7. RAVNOTEŽNI (REALNI) DEVIZNI KURS

Devizni kurs kcjim se osigurava uravnoteženost platnog bilansa, odnosno dugoročnija ravnoteža ponude i tražnje deviza naziva se ravnotežnim kursom. Smatra se da ravnotežni devizni kurs treba da osigura:

1. Ravnotežu platnog bilansa u dužem vremenskom periodu do 3–5 godina,
2. Očuvanje unutrašnje stabilnosti bez inflacije ili deflacije,
3. Izostanak potrebe za trgovinskim i deviznim ograničenjima,
4. Stabilnost deviznih rezervi (bez većeg smanjenja deviznih rezervi),
5. Stabilnost privrede bez izazivanja veće nezaposlenosti.

Ne može se smatrati ravnotežnim onaj kurs koji osigurava ravnotežu platnog bilansa, ali dovodi do stagnacije ili pada proizvodnje, veće nezaposlenosti, inflacije i naglog odliva deviznih rezervi.

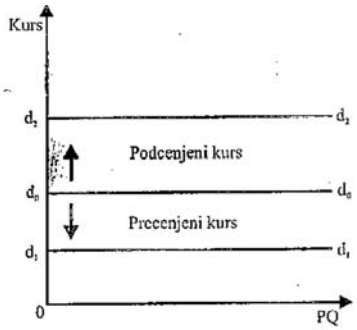
Uz navedeno moraju izostati i oštre mere devizne kontrole (visoke carine, robni kontingenti, devizne kvote, dozvole, subvencije, ograničenja, višestruki kursevi i sl.).

Bitno je da takav kurs ne dovede do promena deviznih rezervi i porasta spoljne zaduženosti privrede.

Realni devizni kurs izjednačava opšti nivo cena u zemlji sa opštim nivoom cena u inostranstvu.

Ukoliko je tržišni ili izabrani devizni kurs ispod nivoa kursa koji se može smatrati realnim ili ravnotežnim (odraz je pariteta kupovnih snaga) tada je domaća valuta precenjena, a strana valut apodcenjena. To se može prikazati na sledeći način:

RAVNOTEŽNI, PRECENJENI I PODCENJENI KURS



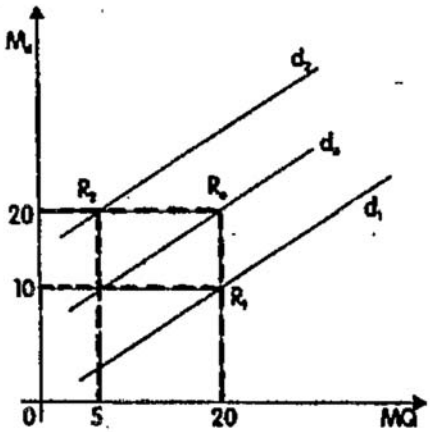
Ako je ravnotežni kurs do, svaki nivo kursa koji se nalazi iznad toga (d_2) znači da se više domaćeg novca daje za jedinicu stranog novca. Domaći novac je podcenjen. Suprotno tome, svaki nivo kursa koji se nalazi ispod kursa ravnoteže znači da je kurs domaćeg novca precenjen i da se daje manje domaćeg novca za

jedinicu stranog. Bitno je da se gleda da li je domaći ili strani novac precenjen ili podcenjen. Ako je domaća valuta precenjena tada je strana podcenjena i obrnuto, podcenjen domaći novac znači precenjen strani novac.

Ravnotežni devizni kurs se izvodi iz odnosa deviznog kursa koji se formira na deviznom tržištu i kursa koji se formira prema paritetu kupovnih snaga dve ili više privreda. Ravnotežni kurs može, stoga, da bude osnovni indikator u oceni precenjenosti ili podcenjenosti nacionalne valute.

Viša stopa inflacije u nacionalnoj privredi u odnosu na druge privrede (inostranstvo) saglasno teoriji pariteta kupovnih snaga treba da se odrazi na opadanje kursa nacionalne valute, odnosno porast kursa stranih valuta. Devizni kurs formiran na deviznom tržištu ili efektivni devizni kurs uglavnom odražava odnose u nacionalnoj privredi, ponudu i tražnju deviza i stanje u platnom bilansu. Ukoliko devizni kurs na deviznom tržištu pokazuje veću vrednost nacionalne valute u odnosu na paritet kupovnih snaga tada se radi o precenjenosti nacionalne valute. U tom slučaju cena po kojoj se vrši konverzija domaćeg novca u stvari je viša u odnosu na stvarni odnos pariteta kupovnih snaga. Za jedinicu stranog novca daje se manje jedinica domaćeg novca. Cene na domaćem tržištu su više u odnosu na cene u inostranstvu (po datom kursu), što je dovelo do opadanja kupovne snage domaće valute u odnosu na strane valute. Bila je potrebna deprecijacija domaćeg kursa da bi se izravnao paritet kupovnih snaga i kurs domaćeg novca bio realan kurs. To znači da je u slučaju precenjenog kursa domaćeg novca na deviznom tržištu ovaj kurs niži od kursa koji je rezultat pariteta kupovnih snaga. Domaći novac je "vredniji" u odnosu na strani, te se daje manje jedinica domaćeg novca za jedinicu stranog.

RAVNOTEŽNI (REALNI) KURS I ODSTUPANJE TRŽIŠNOG KURSA



Ako je na tržištu deviza ponuda (MQ) i tražnja deviza (Md) formirala ravnotežni devizni kurs u visini Ro, odnosno u odnosu 1:1 (20 jedinica stranog za 20 jedinica domaćeg novca). Ukoliko se odnosi ponude i tražnje izmene te se daje

manje jedinica domaćeg novca za strani (npr 10 za 20) u tački Rl se formira novi kurs, ali je ovaj kurs domaćeg novca precenjen. Suprotno tome događa se u tački R2 (sada se daje 20 jedinica domaćeg za 5 jedinica stranog novca). To se događa na domaćem deviznom tržištu. Sada uključimo i stvarno tržište i odnose kupovnih snaga novca na domaćem i stranom tržištu. Ako je odnos dinara i € 3,3:1, pod pretpostavkom da je aktuelni tržišni kurs 3,5:1, tada to znači da je dinar zvanično precenjen u odnosu na €. Ako je na nemačkom tržištu moguće kupiti prema kursu 3,3:1 par cipela za 100 € i to isto u nas (350 dinara), tada je kurs realan i odgovara paritetu kupovnih snaga. Kupiti na nemačkom tržištu ili našem tržištu isti par cipela je potpuno svejedno. Međutim, kako je zbog ubrzane inflacije u nasu odnosu na Nemačku rast cena ubnas viši, na nemačkom tržištu kupac može kupiti cipele i dalje za 100€. Međutim, ukoliko želi kupiti u našj zemlji on će izvršiti konverziju € u dinare i na aktuelnom tržištu će dobiti 3,5 dinara za 1€. Pretpostavimo da su cene kod nas povećane za 6% tada može i dalje kupiti cipele za 350 dinara. Domaći kupac će uz kurs od 3,3 dinara za € sada moći da raspolaže samo sa 330 dinara i neće moći da kupi cipele po tom kursu. Više mu se isplati da ih kupi po tom kursu u Nemačkoj jer tamo cipele i dalje koštaju 100 € (odnosno konverzijom 3,30 dinara). Uvoz se isplati, izvoz se destimuliše. .

Paritet kupovnih snaga jeste najznačajnija determinanta deviznog kursa. Međutim, postoje i drugi faktori koji dovode do odstupanja tržišnog deviznog kursa od pariteta kursa koji je odraz kupovnih snaga, a vezani su uglavnom za državni intervencionizam, ekonomsku politiku i kretanje kapitala.

Ako je devizni kurs domaće valute precenjen to znači da domaći izvoznici moraju davati više domaćeg novca za jedinicu stranog. Domaći izvoz postaje nekonkurentan. Mnogi proizvodi koji bi se mogu proizvoditi u zemlji uvoze se, što deluje na ograničavanje domaće proizvodnje i visoku uvoznu tražnju. Time se sužavaju i komparativne prednosti domaće privrede. Smanjenje izvoza i porast uvoza dovode brzo do deficita platnog bilansa. Ako su normalne mogućnosti finansiranja deficita iscrpljene[1322] tada se preduzimaju korektivne mere, a pre svega povećanje kursa stranog novca (devalvacija domaćeg novca), ograničavanje uvoza i devizna kontrola.

Ako je domaća valuta podcenjena,[1323] tada je devizni kurs iznad kursa ravnoteže (vidi sliku 4). Visoka cena deviza poskupljuje uvoz, što dovodi do ograničenja uvoza i povećanja izvoza. Time se popravlja stanje u trgovinskom i platnom bilansu.

Da navedemo samo najvažije:

Spekulacije na deviznom tržištu koje mogu da obore kurs domaće valute, čime se snižava njen devizni kurs ispod kursa pariteta kupovnih snaga,

[1322] Videti deo u kojem šire izučavamo sistem finansiranja deficita platnog bilansa.

[1323] Domaća valuta je podcenjena kada joj je devizni kurs iznad kursa ravnoteže, odnosno kada se za jedinicu strane valute daje veći iznos domaće valute.

Trgovinske restrikcije koje mogu da budu oštrije u jednom pravcu, posebno .kada je uvoz više ograničen u odnosu na izvoz,

Promene u relativnim odnosima cena,[1324] odnosno visina stope inflacije u jednoj i drugoj zemlji, što direktno deluje na paritet kupovnih snaga,

Kretanje dugoročnog kapitala, posebno izvoz kapitala, bilo spekulativni bez kapitala, plaćanje obaveza, direktna ulaganja u inostranstvo i dr. mogu udaljiti devizni kurs valute u odnosu na paritet kupovnih snaga. Bekstvo i izvoz kapitala mogu depresirati devizni kurs valute ispod pariteta kupovnih snaga,

Centralna banka i vlada određene zemlje mogu intervenisati na deviznom tržlštu i veštački podržavati devizni kurs iznad deviznog kursa koji bi bio odraz pariteta kupovnih snaga,

Namerno provedena devalvacija[1325] ili revalvacija, iznad ili ispod ravnotežnog kursa, mogu dovesti do većih odstupanja ova dva kursa itd.

8. DEVIZNI KURS I NACIONALNA PRIVREDA

Devizni kurs je cena inostranog novca (devize, valute). Deviza je roba sui generis. U domicilnoj državi je novac, u inostranstvu roba. Tu se ogleda jedinstvo i zakonitosti odnosa mase novca i njegove vrednosti i ostalog robnog sveta. Stoga se i kod određivanja deviznog kursa javljaju ponuda i tražnja deviza na deviznom tržištu kao osnovni faktori određivanja visine i varijabiliteta deviznog kursa. Devizni kurs je stoga i rezultat stanja i odnosa u platnom bilansu. Robne cene se određuju na tržištu odnosima ponude (proizvodnje) i tražnje (potrošnje), dok se devizni kurs određuje kretanjem u platnom bilansu, a na osnovu toga kretanjem ponude i tražnje deviza na domaćem tržištu. Devizni kurs nije autonomna varijabla razvoja privrede.[1326] Uglavnom se radi o upravljanju deviznim kursem u zavisnosti od ciljeva nacionalne ekonomske politike koji se žele postići (stabilnost, ekonomski rast, zaposlenost, ravnoteža platnog bilansa, stimulacija izvoza, politika uvoza itd.).

U sistemu fluktuirajućih kurseva kurs se formira slobodno na osnovu dominantnog delovanja ponude i tražnje deviza.Kada se kaže slobodno tada se misli na kurs koji bi se stvarno formirao na bazi stvarnih odnosa ponude i tražnje deviza. Ponuda i tražnja deviza su vrlo promenljive te se mogu vrlo često menjati, čime bi i devizni kurs brzo i često fluktuirao. S druge strane u sistemu fiksnih kurseva i ponuda i tražnja se javljaju kao manipulisane veličine. One se javljaju

[1324] Opšte je prihvaćen stav da je ispravnije uzeti u obzir opšti nivo cena dve zemlje, nego uzimati u obzir samo nivo cena spoljnotrgovinskih proizvoda. Paritet kupovnih snaga adekvatnije se izražava preko opšteg nivoa cena u dve zemlje.

[1325] Šire o devalvaciji raspravljamo na drugom mestu.

[1326] Devizni kurs često postaje i autonomna varijabia ili „sidro” oko kojeg se kreću druge mere stabilizacione politike.

kao posledica direktne intervencije države (centralne banke) u očuvanju izabranog deviznog kursa. Stabilan i izabrani kurs se brani, kako preko regulisanja tražnje deviza, tako i regulisanjem ponude (uglavnom preko intervencija centralne banke). Stabilnost kursa postaje od nacionalne ekonomske ili stabilizacione politike i sve mere se preduzimaju da se ta stabilnost održi. Međutim, kada se fiksirani kurs nastoji održati u uslovima deficita platnog bilansa, većeg odliva u inostranstvo i većih dospelih obaveza o kreditima, tada ne postoje devizne rezerve centralne banke koje mogu da izdrže pritisak tražnje (i odliva) deviza: Devizni kurs postaje nerealan, odnosno precenjen. Upravo se kod fiksnog deviznog kursa, koji se štiti po svaku cenu, javlja problem precenjenosti ili podcenjenosti, a to znači odstupanje od realnog deviznog kursa sa svim implikacijama na izvoz, uvoz i platni bilans. To je dovelonja veći broj zemalja da uvedu sistem kombinacije fiksnog i fluktuirajućeg deviznog kursa, koji se javlja kao upravljačko – fluktuirajući devizni kurs, odnosno ograničeno fluktuirajući kurs. Uglavnom se radi o određivanju margina fluktuacije (npr. 4,5%) naviše i naniže u odnosu na izabrani devizni kurs, nakon čega sledi intervencija centralne banke i države.

Danas je to uglavnom preovlađujući sistem deviznih kurseva (članica MMF).

Klizajući devizni kurs, videli smo, predstavlja takav kurs koji veoma liči na permanentne minidevalvacije.[1327] Dozvoljava se češća promena kursa prema kretanju izabranih indikatora kao što su:

1. Cena na malo (inflacija) u privredi i u ostalim zemljama,
2. Troškovi života i ukupni troškovi, odnosno konkurentska moć nacionalne privrerde,
3. Kretanje kurseva na inostranim tržištima,
4. Konkurentna sposobnost izvoza,
5. Promene u platnom bilansu,
6. Promene u deviznim rezervama (topljenje deviznih rezervi),
7. Politika izvoza i uvoza i popravljanje odnosa u trgovinskom bilansu, i dr.

Izbor deviznog kursa nije arbitramo pitanje. On traži detaljnu analizu internih i eksternih faktora deviznog kursa, odnosa u platnom bilansu, ciljeva i zadataka makroekonomske politike i dr. Devizni kurs ima veoma veliki uticaj na privredni razvoj svake države, zbog čega je predmet interesa ovih struktura društva. Osnovno delovanje deviznog kursa je na izvoz i uvoz, odnosno trgovinski bilans, a preko njega i na platni bilans. Precenjeni devizni kurs, poznato je, podstiče uvoz robe i usluga, preteranu apsorpciju iz inostranstva, a to znači da društvo "živi iznad svojih mogućnosti" i to sve dotle dok se takav precenjeni kurs

[1327] Često se sa fiksnim kursom javljaju i tzv. višestruki devizni kursevi kao sistem u kojem se pored zvaničnog kursa, kao baznog, javlja niz drugih kurseva (za pojedine robe, usluge, izvoz, uvoz, regione i dr.) sa specifičnim delovanjem na izvoz i uvoz nacionalne privrede. Ovaj sistem ima niz slabosti zbog velikih redistributivnih efekata. Samo se izuzetno primenjuje.

može održati. Precenjeni kurs može delovati i antlinflatorno, jer omogućava jevtiniji uvoz i bolje snabdevanje domaćeg tržišta (veća uvozna ponuda). Na isti način se može podsticati proizvodnja preko jevtinijih uvoznih inputa. Istovremeno povećanim uvozom dolazi i do kontrakcije novčane mase u privredi, čime se deluje dvostruko stabilizaciono. Podcenjeni devizni kurs, posebno kada se svesno provodi politika podcenjenog kursa, stimuliše izvoz, ograničava uvoz (poskupljuje ga), čime dovodi do popravljanja trgovinskog i platnog bilansa.

Podcenjeni kurs stimulativno deluje na efikasnu realokaciju resursa u pravcu izvoznih grana i prelivanja dohodaka u eksportne industrije. Međutim, podcenjeni kurs dovodi i do prelivanja dohotka (nacionalnog bogatstva) u inostranstvo i specifičnog oblika eksploatacije privrede preko nepovoljnih odnosa razmene. Depresirani (podcenjeni) devizni kurs dovodi do velikog odliva kapitala iz zemlje preko kamatnih obaveza i obaveza po inostranim zajmovima, jer se sve veći deo nacionalnog novca (i bogatstva) mora konverzijom odlivati u vidu dospelih obaveza. No, ovaj momenat se nedovoljno uvažava u zemljama dužnicima pri izmirivanju kreditnih obaveza. Međutim, efekti podcenjenog kursa su gotovo identični efektima devalvacije.

Realni devizni kurs, ukoliko ga je moguće na duži rok odrediti i održati, deluje dovoljno stimulativno na izvoz i uvoz. On je u stvari odraz stvarnog položaja i konkurentne moći privrede na svetskom tržištu. „Uz realan devizni kurs nacionalna privreda ima pregled konkurentske sposobnosti svojih izvoznika i pouzdan je indikator odstupanja nacionalnih kriterija rentabilnosti poslovanja u odnosu na postojeće kriterije na međunarodnim tržištima”.[1328] Ovaj kurs ukazuje na rentabilne industrije i izvoznike koji se mogu uspešno uključiti na svetsko tržište. Realan devizni kurs selekcioniše izvozne industrije od industrija koje su namenjene domaćem tržištu.[1329]

Realni devizni kurs, koji je u isto vreme i ravnotežni kurs, predstavlja dobru osnovu za aktivnu i pasivnu zaštitnu politiku, ali i politiku podsticanja izvoza i zaštite domaćih proizvoda, odnosno efikasnu politiku selekcije uvoza.

Zbog mnogostrukog delovanja deviznog kursa na nacionalnu privredu izbor deviznog kursa nije ni jednostavan, a ni odraz prethodne odluke. Redovno je potrebno sagledati sve direktne i indirektne efekte i posledice izabranog kursa na nacionalnu privredu.[1330]

[1328] Dr D. Stojanov: Međunarodne flnansije... str. 84.

[1329] Realni devizni kurs se često danas izjednačava sa terminom „realna kamatna stopa”; odnosno njihovo formiranje vezano za stopu inflacije u privredi. Iz komparativnog posmatranja kretanje stope inflacije i stope rasta deviznog kursa (stranih valuta) traži se i „realni” devizni kurs. Mada je to kod kamate korektno, kod deviznog kursa nije.

[1330] Dr Slobodan Komazec: Monetarna i flnansijska ekonomija... str. 82–96.

9. MONETARNA POLITIKA U USLOVIMA FIKSNIH I FLUKTUIRAJUĆIH KURSEVA

U sistemu fiksnih deviznih kurseva domaći novčani opticaj mora se podrediti ponašanju deviznih rezervi, odnosno stanju platnog bilansa. Devizne rezerve time postaju osnovna determinanta regulisanja unutrašnjeg novčanog opticaja. Njihovo povećanje (preko obaveznog otkupa deviza od centralne banke) dovodi do povećanja novčanog opticaja, a smanjenje – do smanjenja mase novca u opticaju.

Monetarne vlasti time imaju siguran oslonac i elemenat u vođenju monetarne politike, ali, istovremeno, i egzogeno (spoljni) određen oslonac na koji se može relativno malo delovati. Tako najčešće dolazi do divergentnog kretanja robno–novčanih transakcija i potreba za novcem i procesa njegovog stvaranja i povlačenja. Postavlja se pitanje: da li danas u okolnostima delovanja fluktuirajućih kurseva, kao i sve većeg odvajanja intervencija centralne banke na osnovu promena deviznih rezervi (što postaje samo jedan kanal emisije, čak kanal sekundarnog karaktera), da li je, dakle, osnovna orijentacija monetarno–kreditne politike eksterna komponenta, stanje platnog bilansa i eksterna likvidnost ili je to postala pre svega domaća privreda, formiranje likvidnosti reprodukcije, stabilizacija tokova, strukturna delovanja (selekcija) u razvoju, sektorsko prenošenje kupovne snage unutar privrede i dr. Mislimo da je i dalje u teoriji i praktičnoj monetarnoj politici prisutan klasičan stav, nekritički prihvaćen od većine ekonomista (formiran u periodu fiksnih kurseva) sada prevaziđen. Više ne odgovara novim odnosima i novoj filozofiji interne i eksterne ravnoteže, odnosno neravnoteže.[1331] Ovo posebno ne odgovara novim koncepcijama vođenja monetarne politike u zemlji, o čemu šire raspravljamo na drugom mestu.

U vođenju monetarne politike obično se polazi od stava da "dinar treba da ima devizno pokriće", odnosno da rast deviznih rezervi služi kao osnova za emisiju novca centralne banke. Ovakav pristup u vođenju monetarne politike je nekorektan iz nekoliko razloga:

1. U situaciji deficita platnog bilansa, posebno kada se deficit povećava, morala bi se voditi deflaciona (restriktivna) monetarna politika. Odliv deviza i plaćanje većeg uvoza dovodi do povlačenja novca iz privrede. Privreda (i banke) postaju trajno nelikvidne.

2. Deficit platnog bilansa uglavnom je rezultat deficita trgovinskog bilansa (veći uvoz u odnosu na izvoz roba i usluga). Emisija novca i kredita više se vezuje za robne fondove iz uvoza, a manje za domaću proizvodnju i ponudu

[1331] Osnova stabilnog deviznog kursa je unutrašnja privredna ravnoteža (interna stabilnost cena). Teorija je do sada polazila od toga da se stabilan devizni kurs može održati, u slučaju pojave nestabilnosti privrede, samo kroz monetarno–političke mere stabilizacije. Prematome, monetarno–kreditna politika najveću efiknsnost poknzuje na području platno–bliansnog uravnotežavanja.

domaćih robnih fondova na tržištu. Monetarna politika ne deluje stimulativno na proizvodnju, izvoz i livkidnost privrede, ali nije ni u funkciji uravnotežavanja domaćeg tržišta (ponude i tražnje roba na tržištu).

3. Novoj filozofiji interne i eksterne ravnoteže (žrtvovanje eksteme ravnoteže),videli smo, ne odgovara politika vezivanja emisije novca i kredita za devizno pokriće. U slučaju fluktuirajućeg kursa ovaj kurs često oscilira, uglavnom u pravcu snižavanja, tako da se i monetarna politika mora tome podešavati. Naime, pad deviznog kursa praćen je rastom cena u privredi, ali i odlivom deviza, tako da se deflatorni efekti restriktivne monetarne politike javljaju dvostruko jače. Naime, ni rast cena (bar jedan deo) se ne "popunjava" monetarnom emisijom, bez obzira što je inflacija nemonetarnog porekla, tako da monetarna politika ima sve elemente krizno–deflatornog delovanja.

4. Slabe izvozne performanse privrede, u slučaju mogućnosti uzimanja inostranih finansijskih kredita, da bi se pokrio deficit trgovinskog i platnog bilansa, delovaće inflatorno preko dodatne emisije domaćeg novca, a promena deviznog kursa–deprecijacija, preko obračuna obaveza po novom kursu dovešće do odliva nacionalnog proizvoda u inostranstvo. Postoje i drugi efekti indirektnog negativnog delovanja kursa na domaći novčani opticaj.

5. U uslovima postojanja fiksnog deviznog kursa zbog različitog kretanja inflacije i troškova poslovanja u zemlji i inostranstvu, ovaj kurs vrlo brzo postaje precenjen ili podcenjen. Država merama monetarne kontrole i intervencijama na deviznom tržištu nastoji da zaštiti kurs (posebno kada pada kurs domaćeg novca). Devizne rezerve se tope, a time se smanjuje masa novca u opticaju nastala na bazi deviznog pokrića. Država mora da vodi oštru restruktivnu monetarnu politiku i politiku deflacije, a to znači da žrtvuje internu stabilnost i ravnotežu eksternoj ravnoteži.

6. Fiksni devizni kurs primorava državu da se stalno prilagođava stanju platnog bilansa i da vrši prilagođavanje deviznog kursa, što znači da eksterni faktori u kreiranju i povlačenju novca dobijaju dominantan značaj. Država u uslovima fiksnog kursa vrlo često gubi svoj monetarni suverenitet.

Monetarna politika ostvaruje različite efekfe i ima različit domet delovanja (samostalnost) u uslovima fiksnih 5 fluktuirajućih kurseva. Izbor oblika kursa je od velikog značaja za privrede kod kojih je učešće uvoza i izvoza m društvenom proizvodu značajno. To nije čisto arbitrarno pitanje. Od toga zavisi koliko će centralna monetarna vlast biti u stanju da drži pod kontrolom masu novca u opticaju, emisiju primarnog novca, nivo kamatnih stopa, likvidnost privrede i banaka, ali i očuva sopstveni monetarni suverenitet

U sistemu fiksnog kursa, sa kretanjem kapitala, nema autonomne monetarne politike. Ako se nastoji da domaći novac ima devizno pokriće 100%, to zahteva veliku disciplinu bankarskog i finansijskog sistema. Povećanje novčane mase obezbeđuje se isključivo povećanjem deviznih rezervi u zemlji (devizni neto

priliv). Autonomne monetarne politike vezane za robne transakcije u privredi i proizvodnju praktički nema.

U sistemu slobodno fluktuirajućeg kursa, pri čemu se kurs formira prema ponudi i tražnji na deviznom tržištu, bez intervencije centralne banke iz deviznih rezervi. Centralna banka je ovde u situaciji da vodi autonomnu monetarnu politiku, u zavisnosti od potreba proizvodnje i prometa, a u skladu sa izabranim ciljevima monetarne politike. Novčani opticaj se formira nezavisno od visine i kretanja monetarnih rezervi. Ovaj sistem deviznog kursa vezan je i za velike oscilacjje domaćih cena, nominalnih (i realnih) kamata, paralelno sa oscilacijom kursa. Što je kurs više odmaknut od slobodno fluktuirajućeg kursa, to je veća mogućnost kontrole monetarnih agregata i samostalnost monetarne politike (okrenute internoj ravnoteži i nacionalnim sferama razvoja, dok je platni bilans stavljen u funkciju ostvarivanja ovih internih ciljeva). Nerazvijene privrede zbog toga često preferiraju fiksni kurs, ali bez posebne namere i da ga brane iz deviznih rezervi (koje su i inače male i nedovoljne), pribegavajući pri tome povremenim devalvacijama valute. Druga varijanta je izbor politike "kontrolisanog klizanja kursa", koji često koriste male države u procesu tranzicije.

GLAVA DRUGA

UPRAVLJANJE DEVIZNIM KURSOM

1. INTERVALUTARNA VREDNOST NOVCA I KUPOVNA SNAGA

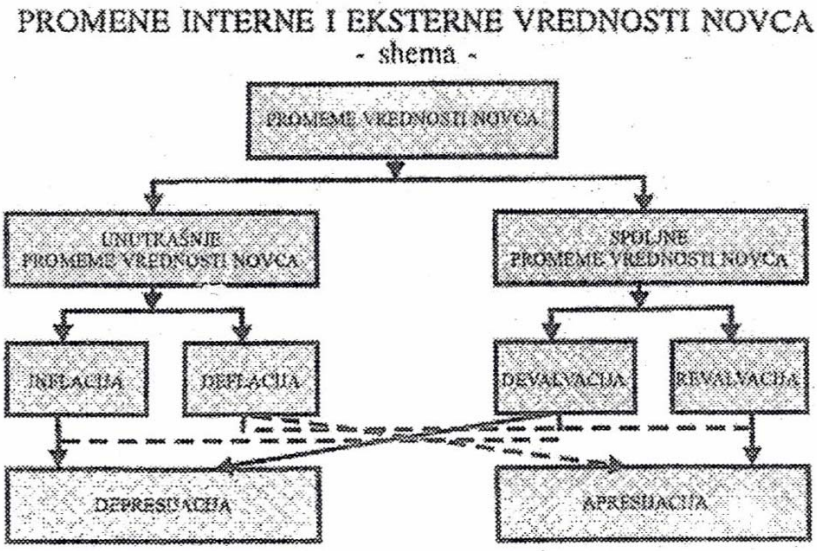
Vrednost novca se pojavljuje u dvojakom obliku: kao kupovna moć novca u zemlji i intervalutarna ili međunarodna vrednost.

U formiranju deviznog kursa, primetili smo usku vezu između unutrašnje kupovne snage novca i njegove intervalutarne vrednosti (deviznog kursa). Kupovna snaga novca na domaćem tržištu osnova je, pored ostalog, formiranja deviznog kursa nacionalne vaiute. Dugoročno posmatrano, oscilacije deviznog kursa funkcionalno su vezane za promene kupovne snage nacionalne valute.

Prema tome, inflacione ili deflacione promene u nacionalnoj privredi, koje deluju na kupovnu moć novca unutar privrede, neposredno se odražavaju i na intervalutarnu vrednost novca. Nema, niti može biti, stabilnog deviznog kursa, ukoliko kupovna snaga novca apsolutno i relativno (u odnosu na druge valute) opada.

Proces inflacije dovodi do toga da kupovna moć novca na domaćem tržištu opada, tako da dolazi do odstupanja nominalne vrednosti novca od njegove funkcionalne vrednosti. Zbog negativnog efekta, koji se neminovno stvara u spoljnotrgovinskim odnosima, država pristupa merama korekcije intervalutarne vrednosti novca, te njima nastoji uskladiti nominalnu vrednost novca na domaćem tržištu sa stvarnom kupovnom snagom, odnosno dovesti u sklad kupovnu snagu na domaćem i inostranom tržištu. Jer, u osnovi, devizni kurs treba da posluži alineaciji (izjednačavanju) domaćih cena i cena na svetskom tržištu.

Sve promene novca u zemlji i inostranstvu mogu se prikazati na sledeći način:



Pojave koje su povezane linijama obično idu jedna uz drugu, nekad su i u uzročno–posledičnoj vezi, npr. veza revalvacije i deflacije, odnosno devalvacije i inflacije, mada to ne mora da bude uvek slučaj. Kao potvrdu za ovo možemo uzeti slučaj revalvacije nemačke marke krajem sedmdesetih godina, koja kao apresijacija intervalutne, dakle spoljašnje vrednosti, nije izazvala i apresijaciju novca u zamlji, odnosno deflaciju već naprotiv dalji rast cena u zemlji. Ovo se dešavalo, uglavnom, zbog krutosti cena i troškova, otpora sindikara i preduzeća njihovom sniženju. Ipak se moože reći da povezanost između navedenih pojava postoji kao tendencija.

2. DEVALVACIJA NACIONALNOG NOVCA

2.1. Devalvacija kao monetarna mera

Šta je devalvacija? Čemu služi i zbog čega se provodi? Kada se pristupa devalvaciji? Kakvu su efekti i posledice devalvacije? Ko ima koristi od devalvacije, a koga pogađa? Kupovna snaga u zemlji i intervalutarna vrednost podležu promenama i to kako namernim (merama monetarne politike), tako i spontanim (inflacionim i deflacionim kretanjima u privredi.[1332] Ako vrednost novca raste tada govorimo o aprecijaciji novca, ukoliko pada govorimo o deprecijaciji vrednosti novca. Pad kupovne snage novca u zemlji vezan je za pojavu inflacije, a porast kupovne snage novca za deflaciju (deflaciju karakteriše smanjena količina

[1332] Šire o navedenom u knjizi dr S. Komazec, Monetarna i finansijska ekonomija; Štampa, Šibenik, 1988, str. 868–882.

novca u opticaju, vezana za restriktivnu monetarnu politiku, što je praćeno snižavanjem cena, mada je snižavanje cena redak fenomen, posebno u savremenim privredama).[1333]

Šta je devalvacija? Devalvacija je namerno i zakonskim putem (odlukom monetarne vlasti) smanjenje vrednosti nacionalne valute u odnosu na njen standard – zlato ili druge valute. To je u stvari povećanje cene strane valute, odnosno smanjenje cene domaće valute. Devalvacijom se samo zvanično konstatuje smanjenje vrednosti nacionalne novčane jedinice, koja je već zbog delovanja inflacije u privredi (znatno više u odnosu na druge zemlje) izgubila realnu kupovnu snagu, a privreda zbog porasta cena i troškova poslovanja postala nekonkurentna na svetskom tržištu.[1334] Ako je domaća valuta vezana za druge valute (a ne za zlato kao ranije) devalvacija se vrši kroz povećanje kursa drugih valuta u odnosu na domaću valutu. To je obično praćeno i velikim deficitom trgovinskog i platnog bilansa.

Platni bilans se može pojaviti i deflacijom u privredi. Međutim, zbog slabe elastičnosti cena i nadnica na dole, deflacija dovodi do smanjenja tražnje, potrošnje, privredne stagnacije i nezaposlenosti, nelikvidnosti i dr. čime se plaća skupa cena za uravnoteženje platnog bilansa. Danas, stoga, gotovo ni jedna zemlja ne želi ostvarivati eksternu ravnotežu preko deflacije, odnosno stagnacijom i nezaposlenošću.[1335] Platni bilans se može uravnotežavati i uvođenjem devizne konktrole (ograničavanje i racionalizacija potrošnje i tražnje deviza), ali se time ne otklanja tzv. fundamentalna neravnoteža u privredi. Devalvaciji se i pristupa kada je devizni kurs zbog dužeg trajanja fundamentalne neravnoteže i inflacije postao precenjen tako da se devalvacijom t ostiže kurs ravnoteže. Devalvacija često služi i kao sredstvo za podsticanje izvoza i ograničavanje uvoza, da bi se popravilo stanje u platnom bilansu. Ovo je često vezano za politiku preterane devalvacije, da bi se povećala konkurentna moć domaće privrede na svetskom tržištu (konkurentna devalvacija, odnosno anticipirana devalvacija). Mnogi to smatraju i valutnim dampingom, odnosno ofanzivnom devalvacijom.

Devalvacija se izračunava na isti način kako se izračunava stopa smanjenja kupovne snage novca:

$$d' = i\frac{100}{i}100$$

dok kod deviznog kursa to izgleda ovako:

[1333] Dr Slobodan Komazec, Strategija stabilizacije ekonomskog sistema,op.cit., str. 588–594.

[1334] Devalvacija se javlja kao direktna posledica inflacije. Proces se odvija u uslovima fiksnih ili upravljivo fluktuirajućih kurseva. U uslovima fluktuirajućih (slobodnih) kurseva oni bi automatski padali u srazmeru sa unutrašnjim obezvređenjem novca, tako da posebna korekcija deviznog kursa ne bi bila potrebna.

[1335] Engleska je pokušala 1947. u cilju stabilizacije funte i privrede da to osigura *deflacijom.* Međutim, niti je stabilizovala funtu, ni privredu, niti je uravnotežila platni bilans, ali je izazvala krizu i depresiju u privredi.

$$\frac{\frac{k2}{k1}100-100}{\frac{k2}{k1}}100$$

U navedenom obrascu i je indeksni broj i izračunava se iz sledećeg odnosa:

$$i=\frac{k2\cdot 100}{k1}$$

U našem slučaju odnosa dinara i dem to iznosi:

$$I=\frac{4\cdot 100}{3}$$

Dakle, dinar je devalvirao za 25%, dok je njegova intervlutarna vrednost iznosila 75% prethodne.

Od drugog svetskog rata dinar je devalvirao više puta, te mu je u odnosu na početnu vrednost sadašnja intervalutarna vrednost praktično nula (u međuvremenu su izvršene brojne valutne reforme, sa brisanjem petnaest nula).

Dinar je 1973. kao i niz drugih valuta prešao na fluktuirajući kurs. Kurs se formira na deviznom tržištu u zavisnosti od ponude i tražnje deviza, ali i niza drugih faktora.

Dinar je u toku poslednjih 46 godina menjao vrednost (devalvirao) 23 puta. Prosečno, dakle, svake druge godine. Istovremeno je izvršeno i sedam denominacija. Pri tome je naša nacionalna valuta "izgradila" 28 nula. To znači da neprekidno opada vrednost domaće valute

2.2. Direktni i indirektni efekti devalvacije

Devalvacija znači zvanično priznanje stvarnog stanja privrede u kojoj su troškovi i cene u zemlji koja menja dosadašnji paritet svoje nacionalne valute, porasli, i to zbog inflacije iznad svetskih cena, odnosno cena na tržištima zemalja glavnih uvoznika ili izvoznika.

Ako je intervalutarni kurs cena neke strane valute izražen u domaćoj valuti, onda je osnovni smisao kursa da izravna domaći nivo cena i cena u inostranstvu. Preko deviznog kursa bi trebale domaće cene biti ekvivalentne cenama iste robe u inostranstvu.

Ako par cipela u nas košta 490 dinara (100 $), a te iste cipele se u SAD mogu kupiti za 392 dinara (80 $) očito je da domaća roba ne može konkurisati američkoj, da je preskupa i da ovaj kurs od 4,90 dinara nije odraz pariteta kupovnih snaga. Srbija bi morala sprovoditi politiku deflacije (smanjenja novca u opticaju i sniženja cena), pa da i kod nje cena bude 392 dinara. Međutim, ovo neminovno dovodi do pada proizvodnje, nezaposlenosti i pada nacionalnog dohot-

ka, što je u savremenim privredama nezamislivt, ili pak treba pristupiti devalvaciji dinara, tj. smanjenju vrednosti dinara u odnosu na dolar (ili i u odnosu na zlato kao standard). U ovom slučaju to je devalvacija od 20%.

Devalvacija je, prema tome, jedna monetarno–politička mera koja ima za cilj prilagođavanje, odnosno adaptiranje, domaćeg nivoa cena svetskom tržištu.

Sve do prvog svetskog rata devalvacija je bila nepoznata pojava, jer je tada bilo na snazi zlatno važenje, zlato u opticaju, a to je pretpostavljalo potpunu slobodu trgovine i opticaja zlata (to je poznati laisser faire), odnosno postojanje ravnoteže u privredi i međunarodnim tokovima robe i novca, tj. postojanje fundamentalne uravnoteženosti privrede.

Da bi se otklonio deficit platnog bilansa, a privreda postala konkurentna na svetskom tržištu, monetarna vlast donosi odluku da izvrši devalvaciju svoje valute. Monetarna vlast traži koji bi kurs bio dovoljno stimulativan za izvoz a da pri tome ne dovede do neželjenih posledica (pritisak inflacije, uvoznih troškova, pad standarda, struktura uvoza i izvoza i dr.) i bira procenat stopu devalvacije.

Smisao devalvacije valute i jeste u tome da se domaći proizvođači preorijentišu na inostrana tržišta (izvoz), a domaći kupci na domaće tržište.

Efekti devalvacije na izvoz i uvoz zavise od četiri vrste cenovne elastičnosti:

1. Elastičnosti strane tražnje domaćih proizvoda (zemlje koja je devalvirala),
2. Elastičnosti domaće ponude izvoznih proizvoda,
3. Elastičnosti domaće tražnje uvoznih proizvoda,
4. Elastičnosti strane ponude uvoznih proizvoda.

Strana tražnja domaćih izvoznih proizvoda mora biti dovoljno elastična na relativno sniženje cena devalvacijom. Bitna je i robna struktura izvoza. Ako je izvozna straktura više diversifikovana tada se lakše nalaze kupci za robu i usluge. Devalvacijom mnogi proizvodi koji se do devalvacije nisu izvozili sada postaju konkurentni.

Elastičnost domaće ponude izvoznih proizvoda je veoma značajna pri devalvaciji valute. Jer, potrebna je dodatna ponuda roba za izvoz, a to se može ostvariti ili iz već osiguranih zaliha za izvoz, ili novom dodatnom proizvodnjom, odnosno preusmeravanjem ponude sa domaćeg tržišta na inostrano tržište. Pošto devalvacija smanjuje uvoz često se teško aktiviraju kapaciteti i povećava proizvodnja. jer uvozna roba i repromaterijal, delovi, oprema i dr. postaju skuplji, što može da inicira inflaciju u zemlji.

Elastičnost domaće tražnje uvoznih proizvoda zavisi od uvozne zavisnosti privrede i strukture uvoza. Ukoliko se uvoz sastoji iz esencijalnih životnih proizvoda (hrana, lekovi, sirovine, energija, delovi) tada se uvoz neće moći značajnije smanjiti, ali će poskupeti za visinu stope devalvacije. Luksuzni proizvodi i nebitni za standard stanovništva i proizvodnju mogu se devalvacijom smanjiti.

Klastičnost strane ponude uvoznih proizvoda se izražava preko poskupljenja uvoza. Devalvacija treba da smanji tražnju inostranih proizvoda. Da bi ostao konkurentan kao pre devalvacije strani izvoznik može da snizi cene ili daje druge beneficirane uslove prodaje da bi osigurao plasman, što može neutralisati očekivane efekte devalvacije na uvoz.

Devalvacija može imati i indirektne efekte.

Pošto dovodi do pojevtinjenja faktora proizvodnje u odnosu na inostranstvo može doći do povećanog interesa inostranog kapitala za investicije u zemlji koja je devalvirala. Naravno, to zavisi i od niza drugih faktora: stope devalvacije, odnosa na svetskom tržištu, kretanja kapitala, verovatnoće da cene nakon devalvacije ostanu duže stabilne, mogućnosti repatrijacije kapitala, efikasnosti privrede i projekta deviznog režima, političke situacije i dr.

Nakon devalvacije vlasnici kapitala nastoje da pobegnu od devalvirane valute pretvarajući kapital u čvrstu valutu, da bi se zaštitili od gubitaka i kursnog rizika. Bekstvo ovog kapitala kratkoročnog karaktera ("vrući novac") dovodi do slabljenja nacionalne valute, topljenja deviznih rezervi i pogoršanja odnosa u platnom bilansu. Da bi se sprečilo bekstvo kapitala i konverzija u strana sredstva plaćanja obično se devalvacija priprema u najvećoj tajnosti i proglašava iznenada. Obično se devalvacija objavljuje preko vikenda. Pri tome se privremeno zatvaraju devizne berze, pa i efektne berze, a prethodno, uoči devalvacije, daju veoma optimistične izjave da devalvacije neće biti i da nije potrebna.

Moguće je da se jedan deo ranije odbeglog kapltala nakon devalvacije vrati u zemlju. Koliko će se kapitala repatrirati zavisi od stope devalvacije, poverenja u valutu, očekivanja od budućeg kretanja kurseva, perspektiva tokova privrede, realnosti utvrđenog novog kursa, povlastica koje se dobijaju, mogućnosti plasmana povraćenog kapitala, poreske politike i dr.

Devalvacija snažno deluje i na sektor usluga, posebno turističkog karaktera. Sniženje cena domaćih usluga za strane korisnike može povećati turistički promet i devizni priliv. Istovremeno putovanja u inostranstvo postaju skuplja (konverzijom domaće valute za stranu, obično konvertibilnu valutu), što dovodi do smanjenja deviznog odliva. Ovi tokovi deviza popravljaju odnose u bilansu usluga (uz porast deviznih doznaka) što dovodi do povećanja efikasnosti devalvacije uz rast deviznih rezervi.

Devalvacija ima snažne efekte na inostrane dugove zemlje koja devalvira valutu. Kod dugova iskazanih u stranoj valuti devalvacija nema neposredne efekte, kada je u pitanju nacionalna privreda. Dug treba vratiti u odgovarajućoj devizi. Pitanje je samo da li se do deviznog priliva teže ili lakše dolazi nakon devalvacije. Za pojedine banke i preduzeća nakon devalvacije trebaće znatno više domaćeg novca za kupovinu deviza da bi se izmirile devizne obaveze prema inostranstvu. Međutim, nacionalna privreda će morati znatno više izvoziti svoje proizvode i usluge (koji su pojeftinili) da bi se izvršavale obaveze po dugovima inostranstvu.

Devalvacija ima snažne redistributivne efekte u nacionalnoj privredi, jer dovodi do velikog prelivanja dohotka iz uvozno zavisnih u izvozne grane privrede.

Devalvacija ima višestruke efekte preko promena izvoza (rast) i uvoza (pad) na nacionalni dohodak preko multiplikativa spoljne trgovne.[1336]

Devalvacija je opravdana samo onda ako se izvrši u visini koja je potrebna da se uspostave kursevi ravnoteže.[1337] Država može izvršiti devalvaciju u većem stepenu od stepena inflacijom depresirane valute. Tada nastupa "konkurentna devalvacija" koja dobija oblik valutnog dampinga. Mada se može na kratku stazu učiniti korisna, ona kao oblik nelojalne konkurencije, na duži rok, može biti veoma opasna. Do ravnoteže se može doći, videli smo, i uspešnim sprovođenjem deflacije u zemlji. Ipak, postoji bitna razlika. Deflacija je opasna za nacionaini dohodak, zaposlenost i privredni rast. Jer, preko devalvacije se postiže izravnavanje cena domaće robe s cenama robe na svetskom tržištu, tj. izravnavaju se domaće i strane cene u zlatu lii u stranim valutama, a cene u zemlji ostaju nepromenjene (devalvacija ne utiče neposredno na cene u zemlji), suprotno tome – kod deflacije se smanjuju cene u zemlji i tako smanjene cene, preračunate preko fiksnog kursa, daju smanjenje cena u zlatu ili drugim stranim valutama.

Svakako, lakše je i bezopasnije sprovesti devalvaciju nego deflaciju u zemlji, jer ona, obično, dovodi do depresije (recesije) i nezaposlenosti.

Domaća valuta, koja je pre devalvacije bila precenjena (davana joj je veća vrednost od stvarne), sada, posle devalvacije, je potcenjena i "deluje u izvesnom smislu kao izvozna premija, dodatak na vrednost izvoza, a s druge strane, kao uvozna carina".[1338] Zbog prednosti koje su očite, devalvacije se često izvrše u postotku znatno višem nego što su nastali dispariteti cena na domaćem i svetskom tržištu, što znači da je novi kurs iznad kursa ravnoteže. „To je već put u valutni damping i niz konkurentnih devalvacija" (takmičenje u devalvaciji, što neminovno vodi stvaranju haosa u intervalutarnim odnosima).[1339]

Zbog svojih trenutnih prednosti koje očito daje, devalvacija se monetarnim vlastima cini dosta privlačna mera, ali ona, isto kao i inflacija na duži rok, može biti opasna. Opasna, jer je privremeno u stanju da prekrije dugoročne slabosli i nestabilncst vlasti i privrede, nezaposlenost i nemoć ekonomske politike da smiri cene, odnosno da ih drži u granicama tolerantnog porasta, koji bi odgovarao blagoj inflaciji, odnosno porastu cena na svetskom tržištu (ili pak vodećim zemljama na svetskom tržištu).

[1336] Efekte ovog delovanja videti u delu u kojem razmatramo spoljno-trgovinski multiplikator.

[1337] Engleska je to pokušala 1947. godine radi stabilizacije funte i privrede – provela je deflaciju, da bi ugušila inflaciju – pa nije stabilizovala funtu, ni privredu, a izazvala je krizu i depresiju s nezaposlenošću u privredi.

[1338] Dr V. Meichsncr: Spoljna monetarna stabilnost i nestabilnosi, skripta, Skoplje, 1962.

[1339] Dr M Ćirović: Novac i kredit, II knjiga, Beograd, 1968, str. 170.

2.3. Efikasnost i faktori efikasnosti devalvacije

Jedna od glavnih posledica devalvacije jeste smanjenje cena domaćih proizvoda u stranim nedevalviranim valutama, dakle na svetskom tržištu. Zbog toga valute često devalviraju da bi se stimulisao i povećao izvoz. S druge strane, cene strane robe srazmerno porastu u domaćoj (devalviranoj) valuti, što otežava uvoz u zemlju.

Ograničavanjem uvoza, a stimulisanjem izvoza, devalvacija dvostruko pridonosi poboljšanju trgovinskog bilansa zemlje i poboljšanju platnog bilansa, uz jačanje deviznik rezera. To je jedan od glavnih ciljeva devafvacije kao mere spoljno–trgovinske politike.

1. Da se poboljšanjem trgovinskog bilansa pogoršavaju uslovi razmene (za isti obim uvoza sada treba dati veću količinu izvoza), to je poznato pogoršanje na području uslova trgovanja lii "terms of trade".
2. Da se od takvih ciljeva nešto može očekivati samo ako se ne nastavi rast cena, odnosno inflacija u zemiji koja je devalvirala valutu,
3. Konačan uspeh devalvacije zavisi i od kretanja inostranih cena, one moraju ostati nepromenjene (ili se samo relativno povećavaju – u odnosu prema cenama privrede koja devalvira vaiutu).

To su pretpostavke bez kojih se ne može pristupiti devalvaciji. To sve ovu akciju čini kompleksnom.

Pre ulaska u devalvaciju treba prethodno izučiti sve pozitivne i negativne efekte devalvacije, kao i njena kratkoročna brza i odgođena ili usporena delovanja.

Devalvacija ima i svoju negativnu stranu delovanja. Devalvacija direktno podstiče inflaciju.

Uvozni proizvodi poskupljuju za stopu devalvacije. Skuplji uvozni proizvodi veoma brzo se "ugrađuju" u cene drugih roba, čime se uvozna inflacija brzo širi. "Brzina i intenzitet ovog ispoljavanja zavise od robne strukture uvoza, od međusektorskih veza i mogućnosti supstitucije uvoza domaćom proizvodnjom".[1340] S druge strane, porastom izvoza, a smanjenjem uvoza, osiromašenje ponuda na domaćem tržištu, što je praćeno i dodatnom emisijom novca (na bazi prodaje ostvarenih deviza); čime se snažno podstiče inflacija. Ona, pre svega, deluje na pogoršanje životnog standarda stanovništva. Jer, ako se ne preduzmu određene mere preventive, poskupijenje uvezene robe se može odraziti, zbog nesinhronizacije mera, na nivo domaćih cena. Upravo je, stoga, devalvacija i izuzetna mera koja se, po pravilu, primenjuje samo u slučaju kada je raskorak ili disparitet domaćih cena i cena na svetskom tržištu tako velik, da se ne može otkloniti samo delovanjem klasičnih, već poznatih mera anticiklične ekonomske politike, a, videli smo, nikako merama deflacionog karaktera. Da bi se ublažilo takvo njeno negativno delovanje, ona mora uvek biti propraćena nizom drugih stabilizacionih mera, čija priroda zavisi od karaktera inflacije u zemlji i

[1340] Dr P. Gavrilović op. cit., str. 47.

poremećaja koje ona izaziva. Poznata je činjenica u ekonomskoj istoriji da se posle izvršene devalvacije odmah pojavljuju izvesni faktori koji guraju cene na više u zemlji koja je devalvirala svoju valutu, te je stoga potrebno uvek utvrditi za koliko će izvozne cene, računate u zlatu ili devizama, stvarno pasti. Ako cene u zemlji ostanu iste, cene te robe na svetskom tržištu će pasti, srazmemo s devalvacijom, i efikasnost devalvacije će biti potpuna.

Ako bi cene izvozne robe na domaćem tržištu porasle za iznos procenta devalvacije, efikasnost devalvacije bi bila jednaka nuli. Zbog toga se ne sme dozvoliti rast cena u zemlji, već njihovo dalje zamrzavanje i tek postepeno popuštanje.

Na uspeh devalvacije utiču brojni faktori, kao:

1. Struktura izvoza zemlje koja devalvira i njena izvozna orijentacija,
2. Kretanje cena u privredi nakon devalvacije,
3. Značaj zemlje i učešće njenog izvoza u ukupnoj svetskoj trgovini;
4. Broj zemalja koje istovremeno devalviraju.
5. Elasfičnost strane tražnje, u odnosu na ponudu robe i usluga od strane zemlje koja je devalvirala i dr. (Mogućnost preorijentacije zemalja uvoznica, napr. iz. naše zemlje prenm proizvodima drugih zemaija, i to onih koje su uvozile od nas pre devalvacije, tj. mogućnost njihove preorijentacije na druge zemlje u proizvodima koje su uvozile od zemlje koja je izvršila devalvaciju).

Prava efikasnost devalvacije se stoga može utvrditi jedino kada se uzme u obzir kretanje cena na domaćem i stranom tržištu, kao i svi navedeni faktori.

Samo ako uporedimo promene domaćih cena s promenama cena zemalja koje izvoze iste proizvode, moći će se sagledati stvarna mogućnost i efikasnost devalvacije.Pored uticaja na izvozne cene, devalvacija ima uticaja na cene uvozne robe. Koliko se cene, zbog devalvacije izvozne robe smanjuju – toliko cena uvozne robe u domaćoj valuti taste.[1341] Obe pojave deluju u pravcu popravljanja trgovinskog bilansa i jačanja deviznih rezervi, ali uz cenu pogoršanja uslova razmene, pri čemu dovode i do preraspodele nacionalnog dohotka unutar nacionalne ekonomije iz grana koje nisu izvozne u izvozne grane. Zbog toga se u jednoj višenacionalnoj ekonomici trebaju izvršiti dublje konsultacije i proračuni efekata, kako globalnih tako i efekata granskog prelivanja, pre pristupa devalvaciji.

Devalvacija domaće valute, zbog povećanja deviznog kursa inostranih valuta, dovodi do dodatne emisije novca na bazi deviznih fransakcija, na što se mora računati kada se sprovodi devalvacija. Da bi se izbegli nepovoljni efekti deviznog bilansa obično se sprovodi restriktivna monetarna politika preko ograničavanja bankarskog kredita.

Devalvacija, isto kao i revalvacija, su jednokratne mere promena intervalutarne vrednosti domaćeg novca u sistemu čvrstih ili fiksnih deviznih kurseva. Ali, vidimo, to je i dublja mera, s dubljim strukturnim delovanjima u privredi a ne

[1341] Dr M. Ćirović: Monetarno–kreditna teorija i politika, V deo. str. 318–325.

puko priznanje da je došlo ne samo do velikog dispariteta domaćih i inostranih cena i – ništa više.

Prema tome, uspeh devalvacija zavisi od izuzetno mnogo faktora, vezanih za kretanja u domaćoj privredi, ali, isto tako, i za kretanja i ponašanje svetske privrede i ekonomike pojedinih zemalja. Stoga ona i ne može biti jedini i isključivi oslonac stabilizacije jedne ekonomije i izravnavanja spoljno–trgovinskog i deviznog bilansa. To je očita činjenica. Njen uspeh će, pre svega zavisiti od koncepta neophodnih pratećih mera stabilizacione politike.

3. REVALVACIJA NACIONALNE VALUTE

Revalvacija je potpuno suprotna devalvaciji. Revalvacijom se povećava intervalutarna vrednost domaće valute. Ovu meru karakteriše zakonsko povećanje pariteta i jačanje intervalutarne vrednosti novca. Ako bi na snazi bio zlatni standard, revalvacija bi značila smanjenje kovničke stope, odnosno povećanje sadržaja zlata u novčanoj jedinici, smanjenje zakonske cene zlata, odnosno smanjenje deviznog kursa valute za koju je domaća revalvirana valuta vezana. Revalvacija je, prvenstveno, posledica porasta unutrašnje kupovne snage novca, koja se postiže porastom proizvodnje i produktivnošću rada, deflacijom, restriktivnom kreditnom politikom i sniženjem cena.

Revalvacijom se zakonskim putem dovodi u sklad nominalna vrednost novca sa njegovom realnom vrednošću. Ovde se odigrava suprotan proces devalvaciji. Devalvacija se javlja kao normalna posledica inflacije i pada kupovne snage novca, revalvacija se javlja kao normalna posledica deflacije i porasta kupovne moći novca. Kako je devalvacija najuže vezana za inflaciju i depresijaciju novca, tako je i revalvacija najuže vezana za deflaciju i apresijaciju novca, a to pokazuje da se devizni kursevi i dalje zasnivaju na paritetu kupovne snage novca, iako od njih odstupaju.

Revalvacija kao monetarna mera danas se vrlo retko, gotovo izuzetno, pre duzima. To je i normalno, s obzirom na činjenicu da je "revalvacija u prvom redu odbrambena mera protiv suvišnog aktivnog platnog bilansa,[1342] a mogu je primeniti "samo one zemlje koje imaju znatniju i dugotrajniju aktivu platnog bilansa". Takve zemlje su gotovo izuzetak, jer je mnogo više zemalja s deficitom platnog bilansa i inflacijom u privredi. Upravo prisustvo inflacije i stalnog deficita platnog bilansa su faktori koji otežavaju i onemogućavaju prihvatanje revalvacije kao korektivne mere intervalutarne vrednosti novca.

Revalvaciju mogu, pored navedenih osnovnih razloga (porast unutrašnje kupovne snage novca), izazvatij drugi faktori:

[1342] Dr M. Vucković: Savremeni... str. 144.

- Suzbijanje inflacionih tendencija u privredi, koje nastaju zbog visokog suficita u platnom bilansu.[1343] Smanjenje izvoza i porast uvoza dovodi do smanjenja deviznog priliva i smanjenja novčanog opticaja koji se zasniva na tome. Takav slučaj je bio s markom 1961. godine, kada je revalvirana s 4,20 DM za jedan dolar na 4 DM za jedan dolar SAD. Stalni suficit platnog bilansa Nemačke i visoka emisija novca na toj osnovi vodili su neminovno restriktivnim merama kreditne politike, da bi se suzbila inflacija u zemlji. Pre svega, pristupilo se povećanju kamatne stope. No, porast kamatne stope privukao je strani lutajući kratkoročni kapital ("vruć novac", "hot money") što je dovelo do još većeg suficita platnog bilansa i visoke konjunkture koja je pretila da se pretvori u sve veću inflaciju. Došlo je do snižavanja kamatne stope u SAD na svega 3%, tako da je plasman u Nemačkoj i dalje bio unosan, pa se priliv stranog kapitala i dalje nastavio. Ponovna revalvaćija se ukazala kao jedini izlaz, jer daljnje snižavanje kamate dolazi u još očitiji sukob s restriktivnom kreditnom politikom i politikom obuzdavanja konjunkture i inflacije. Usledila je nova revalvacija marke u novembru 1969, uz novi paritet marke od 3,66 maraka za dolar. Postotak revalvacije iznosio je dakle, 9,28%.[1344]

- Politički faktori i međunarodni ekonomski odnosi mogu imati danas velikog uticaja na sprovođenje revalvacije određene valute. Sprovedena revalvacija marke 1972. godine i novi pritisak SAD na revalvaciju u 1973. godini, obeležen je kao ustupak dolaru, da bi se popravio izlazni položaj SAD i lakše lečio hronični deficit platnog bilansa SAD, odnosno popravio položaj "bolesnog dolara" – kao osnove savremenog međunarodnog monetarnog sistema. No, o ovom problemu ćemo nešto kasnije šire raspravljati.

- Relativna revalvacija javija se kao posledica sprovedenih devalvacija određenih valuta. Sve nedevalvirane valute relativno su revalvirale u odnosu na valute koje su devalvirale.

- Revalvacija zbog međunarodnog prestiža, kao što je bio slučaj sa revalvacijom engleske funte 1925. godine, ali i druge revalvacije u toku 19. veka.

Svaka revalvacija dovodi do toga da uvoz, obračunat u domaćoj valuti, postaje jeftiniji, dok izvozne cene ostaju za domaće izvoznike iste, ali za inostranog kupca više. Roba poskupljuje u srazmeri sa stepenom revalvacije. Izvoz opada, uvoz raste, suficit platnog bilansa se "topi", nestaje.

Revalvacija može nastati i bez formalnog akta države, kada na deviznom tržištu poraste kurs neke valute, što znači, videli smo, aprecijaciju. Ako takva aprecijacija duže traje i ako 'pogoduje interesima dotične zemlje, obično dolazi do

---

[1343] Suficit trgovinskog bilansa Z. Nemačke iznosio je u 1975. godini 46,9 milijardi maraka, a u 1977. preko 36,5 milijardi maraka. Proscčno pokriće uvoza izvozom u periodu 1961–1971. iznosilo je oko 113%, a samo u 1975. oko 127%. (Izvor: National Finantial Statistics, N6 1, 1977. str. 150–151).

[1344] Od revalvacije marke 1961. godine paritet dinara se menjao nekoliko puta. Revalvacijom marke 1961. paritet je utvrđen na 3,12 dinara za jednu marku, zatim 1969. 3,41 dinara za jednu marku, a, zatim, 1972. 5,25 dinara za jednu marku, da bi sredinom 1973, uvođenjem fluktuirajućeg kursa dinara, paritet bio formiran na visini od 5.95 dinara za marku.

formalne revalvacije, čime se postojeće stanje samo sankcioniše.[1345] Postoje u novije vreme i novi oblici tzv. prikrivene ili "tihe" revalvacije, kada se uvođenjem poreza na izvoz i smanjenjem poreza na uvoz doprinosi "izmeni" kursa i popravljanju stanja u trgovinskom i platnom bilansu.

Takav slučaj imamo u Z. Nemačkoj 1969. godine, kada je uvedeno plaćanje poreza na izvoz od 4% i smanjenje poreza za navedeni postotak kod uvoza. Mere su sprovedene radi smanjenja suficita u trgovinskom bilansu ove zemlje s drugim zemljama, da bi se smanjila opasnost gomilanja suficita u trgovinskom i platnom bilansu. Učinak "tihe" revalvacije je identičan pravoj revalvaciji, ali zvanični kurs ostaje nepromenjen. S obzirom da takve mere korekture ne mogu otkloniti i velike razlika. u produktivnosti rada, troškovima proizvodnje i tehnološkom razvoju, obično za tihim revalvacijama slede stvarne revalvacije.

[1345] Vidi: I. Dvornik: op. cit., str. 241.

GLAVA TREĆA

SAVREMENA KONVERTIBILNOST VALUTA

1. SAVREMENA I KLASIČNA KONVERTIBILNOST

Kada se govori o konvertibilnosti, treba strogo sadržajno i terminološki razgraničiti staru, klasičnu (čistu, automatsku) konvertibilnost u doba zlatnog standarda i novu konvertibilnost. Konvertibilnost se, dakle, pojavljuje u dva oblika:

- Stara, klasična konvertibilnost iz doba zlatnog standarda i
- Nova, savremena konvertibilnost u periodu papirne valute.

Ova dva oblika konvertiblinosti valuta se iz osnova razlikuju kako u pogledu formiranja, tako i u funkcionisanju, ali i u politici korišćenja.

U periodu zlatnog važenja, u klasičnoj konvertibilnosti pod pojmom konvertibilnost podrazumevala se mogućnost slobodne zamene banknota u novčani metal (zlato ili srebro), odnosno obrnuto, zamenu novčanog metala u banknotu.

Konvertibilnost u zlatnom važenju menjala se paralelno s evolucijom ovog sistema. Prva konvertibilnost, u okolnostima cirkulacije zlatnog kovanog novca, značila je u punom iznosu, automatski, pravo vlasnika banknote da je zameni za određenu količinu zlata. Postojalo je, dakle, potpuno zlatno pokriće i neograničena konvertibilnost u zlato. Pored toga, postojao je i potpuni liberalizam u spoljno–trgovinskim odnosima.

U periodu zlatno–polužnog i zlatno–deviznog standarda, sa samo 30–40% pokrićem novčanica u zlatu, dolazi do porasta novčanog opticaja samo delimično pokrivenih novčanica.

Pravo vlasnika novčanica na konvertovanje u zlato se ograničava. Ograničenje se uvodi i na taj način da se konvertibilnost formalno ne ukida, već se svodi na velike iznose zlata, npr. zlatne poluge.

Za najveći broj sitnih vlasnika banknota, konvertibilnost je formalna i gotovo fiktivna, čime njihov novac dobija karakteristike pravog nekonvertibilnog (papirnog) novca. Time faktički prestaje unutrašnja konvertibilnost, a sam pojam konvertibilnosti svodi se na spoljnu konvertibilnost, mada je, zapravo, i dalje spoljna bila uslovljena unutrašnjom. Zlato gubi funkcije novca u unutrašnjem prometu, dobijajući istovremeno sve naglašeniju ulogu u međunarodnom prometu.[1346]

U zlatno–deviznom standardu, u kojem pored zlata kao monetarne rezerve služe i devize, obaveza bankara u pogledu konverzije domaćih novčanica proši-

[1346] Dr S. Komazec: Konvertibilnost dinara u kontekstu stabilizacionih mera restriktivne kreditne politike, Finansije, Beograd. 7–8, 1968, str. 388.

ruje se i na devize – strana sredstva plaćanja konvertibilna u zlato. U ovom obliku zlatnog standarda emisiona banka određuje koje će to devize biti sposobne da se zamenjuju za nacionalne novčanice. Time se spoljna konvertibilnost još više naglašava. Kada se u današnjoj konvertibilnosti misli na njenu unutrašnju sadržinu, dakmlke unutrašnju konvertibilnost, odmah treba naglasiti da se ona u osnovi razlikuje od klasične unutrašnje konvertibilnosti. Danas se pod unutrašnjom konvertibilnosti uopšte ne misli na pravo vlasnika novčanica da je zameni za određenu količinu zlata, to ni sami imaoci novčanica ne misle, danas se pre svega misli na pravo pojedinca da svako potraživanje, koje ima u domaćoj valuti, može neograničeno da pretvori u potraživanje u bilo kojoj stranoj valuti.

"Konvertibilnost jedne valute danas znači u svojoj osnovi mogućnost slobodne razmene te valute za svaku drugu valutu, konvertibilnu ili nekonvertibilnu, a u krajnjoj liniji i za zlato (bilo neposredno ili posredno – preko mogućnosti zamene u valutu vezanu za zlato)."[1347]

U pojmu savremene valutne konvertibilnosti mnogi teoretičari se danas znatno razilaze. Prema jednom mišljenju, "danas pojava valutne konvertibilnosti uopšte nije jedan jedinstven monetarni termin, nego jedan dosta širok pojam koji se pojavljuje kao antiteza isto tako širokog pojma deviznih ograničenja.[1348] Konvertibilnost danas niti ima svoju standardnu sadržinu, niti oblik, niti je neki program, ona je jedna od valutnih tehnika u koje pojedine zemlje ulaze kada im se čine korisne. Treba razlikovati tehničku od stvarne konvertibilnosti. Tehnička konvertibilnost je definisana kao "mogućnost da se potraživanje u jednoj valuti može pretvoriti u potraživanje u bilo kojoj dragoj valuti, drugim rečima, da se za domaću valutu može kupovati više ili manje slobodno bilo koja druga deviza ili valuta".

Period ukidanja zlatnog važenja do pojave nove, savremene konvertibilnosti, protkan je pojavom bilateralizma, triangularizma, transferabilnosti i multilateralizma na valutnom području. Tek 1950–tih godina spoljna konvertibilnost postaje ponovo "pitanje dana", kao uslov razvoja trgovine i ekonomskog razvoja u svetu uopšte.

Sadašnji pojam konvertibilnosti razlikuje se u četiri osnovna elementa od nekadašnjeg klasičnog:

- Novi pojam konvertibilnosti postao je proširenjem multilateralizma, dakle onog momenta kada transferabilnost postaje toliko velika da postaje konvertibilnost.
- Nova konvertibilnost se odnosi samo na tekuće transakcije, dok transakcije kapitala podležu i dalje većoj ili manjoj kontroli, bilateralizmu

[1347] Dr V. Glišić: Valutarni probkmi u Zapadnoj Evropi, Institut za međunarodnu poliliku i privredu, Beograd, 1959, str.49.
[1348] Dr V. Pertot: Razne vrste valutne konvertibilnosti, Finansije, Beograd, br. 7–8, 1955, str. 333

i diskriminaciji.[1349] Stara konvertibilnost je bila opšta, jednaka po tipu, intenzitetu i tehnici za sve zemlje sveta. Današnja konvertibilnost je individualno vezana za svaku zemlju i po intenzitetu i po tehnici, obliku i dr., čak i za jednu istu zemlju nije standardna, jer se može menjati u toku vremena, već prema potrebi zemlje.

Novi pojam se, uglavnom, odnosi na spoljnu konvertibilnost, dok je klasična obuhvatala, pre svega, unutrašnju, a zatim i spoljnu. Da bi danas jedna valuta bila konvertibilna, uopšte nije potrebno da ima unutrašnju konvertibilnost, "mada je ranije samo unutrašnja konvertibilnost bila relevantna", a spoljna je proizlazila iz unutrašnje.

Nova konvertibilnost ima sve karakteristike privremenosti, jer se u nju ulazi kada postaje korisna, a napušta kada počinje da šteti nacionalnoj privredi. Ona postaje jedan od elemenata za održavanje pune zaposlenosti i ostalih ciljeva domaće ekonomske politike. Nova konvertibilnost stoga nije nikakav standardizovan oblik, već široka lepeza mogućih oblika, specifičnih za svaku zemlju u određenom periodu.

2. USLOVI ZA UVOĐENJE VALUTNE KONVERTIBILNOSTI

Koje je uslove potrebno ostvariti za uvođenje i održavanje nove konvertibilnosti valuta? Kao prvi uslov ističe se uravnotežen platni bilans, dok se usaglašena struktura privrede i odgovarajuća dinamika proizvodnje gotovo ne uzimaju kao relevantni faktori. To su irelevantni faktori sve dotle dok zemlja ima uravnotežen platni bilans.[1350] Istina je da zemlja, pored uravnoteženih odnosa, u platnom bilansu mora imati i dovoljno snažne devizne rezerve – da bi mogla intervenisati radi očuvanja svog deviznog kursa, ali i odgovarajuću "kvalitetno vođenu" domaću ekonomsku politiku. To znači i odsustvo dispariteta cena u odnosu na svetsko tržište, posebno u okolnostima kada postoji pritisak na devizne rezerve, zbog pogoršanja odnosa u platnom bilansu.

Sva tri uslova (ravnoteža platnog bilansa, snažne devizne rezerve i usaglašenost cena) lakše se postižu kod razvijenih industrijskih zemalja, nego kod nerazvijenih (s hroničnom pasivom platnog bilansa). Zbog prisustva stalne inflacije, i vezano s tim deprecijacije valute, a zatim oskudnih deviznih rezervi, što sve odudara od zahteva konvertibilnosti (koja, uz ostalo, zahteva relativnu

[1349] Interesantno je navesti Jinjenicu da i Statut MMF ne predviđa uspostavljanje konvertibilnosti za kapitalne transakcije, već samo za tekuće transakcije.

[1350] Danas visše ni u jednom zakonu ne stoji propis koliki postotak domaćeg opticaja mora biti pokriven u zlatu ili devizama. Propis koji je obavezivao američke banke da drže sve do nedavno pokriće u zlatu od 10% ukupne emisije (ukinuto odlukom predsednika Niksona 1971.), imao je za cilj, pre svega, kočenje nesrazmeme kreditne i novčane emisije, a ne stvarno pokriće za slučaj konvertibilnosti novčanica u zlato.

stabilnost deviznog kursa) sve to onemogućava uvođenje nekog oblika konvertibilnosti valuta ovih zemalja.[1351]

Visoki stepen konvertibilnosti zahteva uravnotežene platno–bilansne odnose, a oni se teško mogu uspostaviti u jednoj zemlji u razvoju u njenom procesu industrijalizacije. Međutim, ako se savremena konvertibilnost shvati kao širok pojam, što u stvari i jeste, sa velikim brojem mogućih varijanti, uravnoteženost platnog bilansa i ne mora da bude presudan element za uspostavljanje konvertibilne valute nerazvijene zemlje. Svaka privreda, radi unapređenja svoga izvoza, "često će sada imati najveći interes da nađe svoju vlastitu varijantu ograničene konvertibilnosti koja je dovoljno liberalna da vrši izvozno stimulišuću funkciju, a koja ima još dovoljno intervencionističkih ili bilateralnih momenata u sebi da je osigurava od platnih ili unutrašnjih privrednih poremećaja".[1352]

Težnja za alineacijom (približavanjem, izjednačavanjem) domaćih cena sa "svetskim" obično se identifikuje kao težnja za uspostavljanjem konvertibilnosti valuta. Međutim, ako je u pitanju to, onda se nivelacija cena najuspešnije postiže pomoću deviznih ograničenja i protekcionizma. To znači, da se danas, upravo zbog navedenog razloga, ne može govoriti o konvertibilnosti kod zemalja u razvoju i većeg broja razvijenih zemalja, naravno, ako se pod tim podrazumeva liberalizacija spoijne trgovine. Zbog toga današnja konvertibilnost ne podrazumeva neophodno ukidanje svih vrsta deviznih ograničenja i ostalih restrikcija za tekuće transakcije.[1353] Zemlje slabih deviznih rezervi i nekonvertibilne valute obično pribegavaju raznim stimulacijama izvoza u zemlje konvertibilnih valuta i ograničavanju uvoza, kako bi konačno povećale svoje devizne rezerve.

3. OBLICI KONVERTIBILNOSTI

S obzirom na dosadašnji valutni razvoj, treba, pre svega, razlikovati kao što smom već rekli, dva oblika konvertibilnosti:

- Klasičnu, staru, opštu konvertibilnost zlatnog standarda i
- Današnju, savremenu konvertibilnost.

Ovo navodimo zbog toga da se ova dva pojma strogo odvoje te da se isključi česta terminološka zbrka koja i danas nastaje identifikovenjem ova dva pojma. Oblike, tehniku i druge elemente klasične konvertir. ilnosti prikazali smo ranije.

Pre svega navešćemo da je danas postalo gotovo nevažno razlikovanje konvertibilnosti u zlatu i konvertibilnosti u druge konvertibilne valute. Današnja

---

[1351] Dr V. Pertot: Uspostavljanje konvertibilnosti valuta u manje razvijenim zemljama, Ekonomski pregled. Zagreb.br. 12, 1955.

[1352] Dr V. Pertot: Evolucija u ekonomskom pojmu valutne konvertibilnosti, Skoplje. 1963, str. 93.

[1353] Robert Triffin: The World Money Myae. National Currencies in International Payments. London, 1966. str. 443; R. Triffin: Gold and the Dolar Crisis, The Future of Convertibility, New Haven, Yale University Press. 1960: R. Triffin: Our International Monetary Sistem Yesterday, Today and Tomorrow, London, 1968.

konvertibilnost je uglavnom konvertibilnost u strane valute. "Konvertibilnost u zlato se doduše još uvek spominje na prvom mestu, ali za razliku od klasičnog doba konvertibilnosti, konvertibilnost u zlato se spominje danas... jer se njome upravo postiže konvertibilnost u valute".[1354] Mada i ovo danas prestaje da postoji kao nekakva veza za pojavu indirektne konvertibilnosti. demonetaizacijom zlata to je i praktično nestalo.

Postoje i drugi oblici konvertibilnosti, posmatrajući je kao osnovni tip kojem određena privreda teži i koji želi ostvariti, to su: 3) putpuna konvertibilnost, 2) unutrašnja i 3) spoljna konvertiblinost.

- Potpuna konvertitilnost podrazumeva neegraničenu zamenljivost domaće valute u bilo koju drugu valutu na traženje domaćih i inostranih transaktora, a za potrebe plaćanja po tekućirn trgovinskim operacijama, po tokovima izvoza – uvoza kapitala i ostalim zahtevima. Delimična konvertibilnost uglavnom se odnosi samo na jedan oblik transacija zemlje s inostranstvom (tekuće transakcije).

- Unutrašnja (eksterna) konvertiblinost znači pravo i mogućnost (u načelu) domaćih privrednih subjekata da za svoju domaću valutu i kod domaćih banaka nabavljaju neograničene količine deviza radi plaćanja uvoza dobara i usluga;

- Spoljna (eksterna) konvertibilnost je samo za tekuće transakcije, na temelju čl. VIII Statuta MMF–a, po kojemu su sve zemlje članice dužne otkupiti sve iznose svoje valute koji su u posedu inostranstva, pod uslovom da su te devize stečene na osnovu robno–uslužne razmene među tim zemljama. I kod spoljne i kod unutrašnje konvertibilnosti postoje, ili mogu postojati, različiti stepeni te konvertibilnosti, zavisno od mera deviznog i robnog režima, te od propisa koji regulišu kretanja kapitala (transfer kapitala).[1355]

4. SAVREMENA KONVERTIBILNOST NOVCA

Današnja konvertibilnost se može izdiferencirati u tri osnovna oblika:

- Ekonomska ili suštinska konvertibilnost,
- Faktička ili tehnička konvertibilnost i
- Formalna ili zakonska konvertibilnost.

A. Ekonomska konvertibilnost je stanje privrede koje uopšte omogućava uvođenje konvertibilnosti. Svaka zemlja, videli smo, ima svoje specifične razvojne uslove, zbog čega je teško sistematizovati elemente ekonomske konvertibilnosti.

Ipak, moguće je i ovde izdvojiti dva bitna uslova ovog oblika konvertibilnosti:

[1354] Dr Vladimir Pertot: Evolucija u ekonomskom pojmu valutne konvertibilnosti...str. 102.
[1355] Dr I. Dvornik: Konvertibilnost dinara, Poduzeće banka, Zagreb, br. 3,1978, str. 7–11.

1. Strukturna uravnoteženost platnog bilansa (koja je u stanju da omogući uvođenje određenog oblika konvertibilnosti u jednoj zemlji) i
2. Unutrašnji paritet cena (cene moraju biti ujednačene, dakle bez distorzija na domaćem tržištu, a zatim usko povezane sa spoljnim paritetom cena).

Jer, dispariteti cena na domaćem tržištu mogu dovesti do inflacionog procesa, a kroz to do porasta uvoza i pada izvoza, te novog pritiska na platni bilans i devizne rezerve. Upravo ta "uloga uspostavljanja konvertibilnosti na unutrašnji nivo cena može da bude jedan od glavnih uzroka radi kojih se uopšte ide na konvertibilnost – kako bi se eliminisale negativne posledice dispariteta odnosa cena".[1356]

Ako zemlja ima dovoljno snažne devizne rezerve, pored ostalih elemenata, uspostavljanje konvertibilnosti će omogućiti da se brže i efikasnije uspostave usklađeniji odnosi domaćih cena i troškova proizvodnje u međunarodnoj razmeni. To znači da je suštinska konvertibilnost stanje privrede koje prethodi uvođenju zakonske ili formalne konvertibilnosti, mada zemlja koja se nalazi u stanju suštinske konvertibilnosti – ne mora uvesti i zakonsku konvertibilnost. Danas, stoga, postoje određene zemlje koje imaju stvarnu konvertibilnost, ali ne žele uvesti zakonsku, jer im razni oblici bilateralizma i valutnog intervencionizma donose više koristi.

B. Tehnička ili faktička konvertibilnost je samo sprovođenje već postojeće stvarne konvertibilnosti preko određenih instrumenata. To je onaj oblik konvertibilnosti koji se danas u svetu i stvarno oseća prilikom uvođenja, jer se stvarna konvertibilnost može teško utvrditi. Tehnička konvertibilnost je praksa kojom se omogućava konvertovanje pojedinih valuta. Time se i formalno ukidaju sva bilateralna vezivanja i valutne intervencije koje su ograničavale takvu konverziju jednih u druge valute i devize.[1357]

Faktička konvertibilnost je omogućavanje konvertovanja domaće valute za stranu, međutim nije donesen formalni zakonski akt kojim se zvanično uvodi konvertibilnost određene valute. Stoga prelaz sa stvarne (faktičke) u formalnu konvertibilnost može često da bude neprijatan, ako se postepenim zakonskim odredbama konvertibilnost formalno sve više širi. Granica između stvarne i formalne (zakonske) konvertibilnosti se vrlo teško može odrediti.

C. Zakonska ili formalna je pravni oblik ili pojam. Ovo je danas poseban oblik, za razliku od kiasičnog, kada je bio osnovni i najvažniji element konvertibilnosti.

Danas postoje, videli smo, brojni oblici i varijante konvertibilnosti koje se dosta često i lako, prema potrebi, menjaju, usaglašavaju, usavršavaju i sl., zbog

---

[1356] Dr V. Pertot: op. cit.. sir. 98. 74

[1357] Ovakav oblik konvertibilnosti uvelo je oko 29 zemalja članica MMF. Neke zemlje i u međunarodnim plaćanjima « priznaju » uglavnom, « jake » valute kao konvertibilne. Radi se, pre svega, o nacionalnira valutama SAD, V. Britanije, Japana, Nemačke, Italije, Austrije, Francuske, zemalja Beneluksa i dr.

čega je postala važnija tehnika kojom se sprovodi konvertibilnost, nego propisi koji je određuju i stoje iza nje.

Ni jedna konvertibilnost, uvedena posle rata, nije utvrđena nekim zakonom o novcu.

Dalja podela konvertibilnosti mogla bi se izvršiti na konvertibilnost nižeg oblika i konvertibilnost višeg oblika. Konvertibilnost nižeg oblika obuhvata samo konvertibilnost za tekuće transakcije, dok drugi oblik obuhvata kako tekuće tako i kapitalne (finansijske) transakcije. Prvi oblik je u stvari konvertibilnost koju proklamuje MMF u svom čl. 8 za sve zemlje članice Fonda, a, prema njemu, isključuje se obaveza konvertibilnosti i za kapitalne transakcije.

Pozitivne strane konvertibilnosti mogu se sažeti u nekoliko osnovnih elemenata:

- Razvoj privrede kroz konkurenciju drugih zemalja,
- Postizanje šireg i optimalnijeg usaglašavanja i koordinacije razvoja i ekonomskih politika više privreda,
- Veći odraz i delovanje spoljne trgovine na sve sektore (i neeksportni sektor) privrede, što dovodi do pritiska na smanjenje troškova proizvodnje, kao i do veće brige o ponašanju cena (unutrašnje nestabilnosti privrede),
- Orijentacija na povećanje dohotka, pre svega preko povećanja produktivnosti rada,
- Veći osećaj za kvalitet i asortiman proizvoda,
- Povećanje odgovornosti za racionalnije korišćenje deviznih rezervi i dr.

Negativne strane konvertibilnosti, uglavnom se odnose na:

- Veliki uticaj svetskih nestabilnih monetarnih i ekonomskih kretanja na otvorenu nacionalnu privredu,
- Veliki uticaj spoljnih faktora na domaću ekonomsku i razvojnu politiku, što može omesti vlastiti ekonomski koncept razvoja i nacionalnu ekonomsku politiku,
- Negativni efekti promena deviznih kurseva i kursnih razlika unutar privrede,
- Odricanje od mera devizne i spoljno–trgovinske zaštite, odnosno stimulacije izvoza, što se brzo prenosi na platno–bilansne odnose – ako privreda, koja uvede konvertibilnost novčane jedinice, nije ostvarila stvarne ekonomske pretpostavke za uvođenje konvertibilnosti i dr.

Slabe strane savremene konvertibilnosti i njeni negativni efekti dolaze sve više do izražaja posle definitivnog sloma bretonvudskog monetarnog sistema na kojem je i počivala savremena konvertibilnost, uz sve jače zaostajanje međunarodnih monetarnih i ekonomskih odnosa. Ovo se odnosi, pre svega, na sve zemlje u razvoju koje traže nove puteve međunarodne monetarne saradnje i odnose koji bi više odgovarali i bili rezultat novih međunarodnih ekonomskih odnosa u svetu.

GLAVA ČETVRTA

DEVIZNI SISTEM I PLATNI BILANS

1. DEVIZNI SISTEM I DEVIZNO TRŽIŠTE

Šta je devizni sistem? Šta je platni bilans?

Devizni sistem predstavlja skup principa i odnosa datih u obliku zakonskih propisa kojima se regulišu devizni odnosi i devizni poslovi privrednih i drugih subjekata u robnom i nerobnom prometu u zemlji i s inostranstvom.

Devizni promet s inostranstvom obično se deli na tri oblika:

- Devizni sistem,
- Devizno poslovanje i
- Devizna politika.

Karakter deviznog sistema zavisi od karaktera privrednog sistema, privredne strukture, razvoja i ekonomske politike svake zemlje. Izmene deviznog sistema su rezultat izmena društveno–ekonomskih tokova i izmena u celokupnom privrednom sistemu. Geneza deviznog sistema u nas rezultat je izmena nastalih u privrednom i društveno–političkom sistemu i u konceptima razvojne politike.

Devizni sistem može biti:

a. Liberalan i
b. Regulisan.

U liberalnom deviznom sistemu subjektima u poslovanju s inostranstvom ostavljena je veća sloboda u poslovanju i raspolaganju deviznim sredstvima.

U regularnom deviznom sistemu u poslovanju s inostranstvom ova prava su ograničena više ili manje oštrijim regulativama i odlikama.

Devizni sistem Jugoslavije do danas je prošao dve osnovne faze:

a. Centralističku ili administrativnu, i
b. Fazu decentralizacije i stalne liberalizacije deviznog sistema i spoljne trgovine.

Devizni system kod nas se postepeno, ali stalno, liberalizuje. Jer, od krutog centralistickog deviznog sistema, od čvrstih planova uvoza–izvoza, dozvola i koeficijenata – postepeno se prelazi na decentralizaciju i liberalizaciju naše spoljne trgovine, a, uporedo s tim, i na liberalizaciju deviznog sistema.

Savremeni sistem ekonomskih odnosa s inostranstvom zasniva se na sledećim postavkama ili principima: (a na njima će se i ubuduće razvijati)

1. Stalni process liberalizacije deviznog i spoljno–trgovinskog poslovanja,
2. Stabilizacija ekonomskih kretanja i odnosa ponude i potražnje, održavanje globalne i strukturne ravnoteže – kroz šire uključivanje u svetsku ekonomiju,

3. Uvođenje deviznog tržišta radi slobodnije cirkulacije deviza, i skidanje s devize fetiških elemenata i

4. Postepeni prelazak na konvertibilnost dinara – koja treba da logično proistekne iz već navedenih promena.[1358]

Proces sprovođenja liberalizacije mora voditi računa o stepenu razvoja ekonomije, strukturi razvoja, stepenu zaštite domaće privrede, odnosu uvoza i izvoza, strukturi izvoza i uvoza, položaju na svetskom tržištu i dr. Postepena liberalizacija spoljno–trgovinskog poslovanja ima u vidu sledeće ciljeve:

- Stimulisanje izvoza i ograničavanje "nebitnog uvoza",
- Pravilno usmeravanje izvoza na pojedina tržišta, aposebnom stimulacijom izvoza na konvertibilna područja,
- Osiguranje stabilnosti deviznog kursa i pravilniju raspodelu deviza, ostvarenih izvozom za potrebe uvoza i
- Otklanjanje poremećaja na domaćem tržištu koji mogu poticati iz deviznog poslovanja.

Opšti razvoj privrede omogućio je da se postepeno eliminišu administrativni instrumenti regulisanja deviznog poslovanja. Promenama deviznog sistema 1961. godine, kada je došlo do ukidanja uvozno–izvoznih koeficijenata i raznih "dodataka na službeni kurs", a posebno valutnom reformom iz 1965. godine, došlo je do značajne liberalizacije deviznog sistema, pored. sve većeg uticaja svetskog tržišta na domaću ekonomiju.

Promene carinske tarife u 1965. godini, 'u skladu s liberalizacijom, dovele su našu privredu u položaj najliberalnije i slabo zaštićene privrede, posebno u odnosu na damping robu drugih zemalja. Godine 1967. morao se doneti Zakon o dodatnim carinama i kopenzacionim dažbinama, jer se želela ublažiti neekonomska konkurencija inostrane robe.

Osnovno načelo novog deviznog sistema proizlazi iz načela liberalizacije uvoza, kao procesa koji se postepeno uvodi, Drugi element je sloboda kupovine i prodaje deviza po službenom kursu. Liberalizovani uvoz (LB) već 1967, obuhvata 15% našeg uvoza, 1969. godine oko 21%, a u 1971. godini 29,5%, 1997. oko 60%. Liberalizacija uvoza, smatra se, treba da pozitivno deluje na snabdevenost tržišta, na cene, na razvijanje poslovnosti i dr.[1359]

Najveći deo deviznih sredstava usmeravao se centralizovano, preko globalne devizne kvote, a zatim preko slobodnog uvoza.

Drugi oblik uvoza je uslovno slobodan uvoz (LBO), dakle slobodan uvoz, ali uz uslov da je prethodno realizovan uvoz iz zemlje s kojima imamo klirinški sistem plaćanja. Ovaj uvoz zahvatao je oko 12% celokupnog uvoza. Drugi oblici

---

[1358] Ovde ponovo isticemo da, prema članu VII Statuta MMF, zemlja koja uvodi kon vertibilnost svoje valute mora izbegavati uvođenje ograničenja za tekuća plaćanja, diskriminatomu valutnu praksu, i mora uvek osiguravati konvertibilnost potraživanja inostranih lica po tekućim transakcijama, MMF predviđa, dakle, samo spoljnu konvertibilnost.

[1359] Dr V. Meichsner: Proces liberalizacije deviznog sistema, Ekonomist, br. 1.1968, str. 79

uvoza su zasnovani na globalnoj deviznoj kvoti (GDK), robnim kontigentima (R) i uvoznim dozvolama (D).

Strukturu uvoza, prema instrumentima regulisanja, prikazuje navedeni pregled:

U toku 1971. napuštena je kategorija "uslovno slobodan uvoz" (LBO) – kao neadekvatan u novom deviznom sistemu.

Krajem 1972. godine i početkom 1973. izvršene su značajnije izmene u deviznom sistemu, pre svega:

- Promenjeni su uslovi za uvoz robe, s tim da se veći broj roba, koje su se ranije uvozile po drugim režimima (GDK, DK; RK, i D) u 1975. godini, uvozi slobodno (LB).
- Uvodi se nov režim uvoza na osnovu liberalne dozvole (LD). Uvoz je ovde slobodan, izdavanjem liberalne dozvole samo se evidentira. Uvezenu robu uvoznik plaća devizama sa svog deviznog računa ili devizama kupljenim kod ovlašćene banke.
- Liberalizacija uvoza dalje je proširena merom da se na uvoz robe iz zemlje u razvoju ne mora polagati depozit po tim kreditima.

Izvoz iz zemlje, u načelu, je potpuno slobodan, s ugrađenim elementima posebne stimulacije. Radi stimulacije izvoza, postoji tzv. devizna stimulacija, posebno prema izvozno orijentisanim preduzećima.

Veći broj izvoznika može ostvarenim devizama slobodno raspolagati, odnosno može kupovati repromaterijal u inostranstvu, nezavisno od režima uvoza, kao što može i deo ostvarenih deviza u obliku retencione kvote (određeni postotak od ostvarenih deviza) zadržati na slobodnom raspolaganju.

Radne organizacije u novom deviznom sistemu mogu za potrebe opreme (iz uvoza) raspolagati devizama u određenom postotku od devizne amortizacije i devizne stimulacije – te se, na osnovu njih, mogu čak i zaduživati u inostranstvu.

U našem deviznom sistemu postoji obaveza repatrijacije deviza, što obavezuje izvoznike da u određenom roku devize ostvarene u inostranstvu unose u zemlju. Uobičajeni rok do sada je bio 90 dana.

Dosadašnja obavezna cesija deviza monetarnim vlastima (Narodnoj banci koja je dovodila do odvajanja deviza od neposrednog izvoznika, odnosno preduzeća, se ukida;[1360]

Umesto dosadašnje obavezne cesije i administrativne koncentracije deviznih sredstava, preduzeća raspoloživa devizna sredstva drže na računima ovlašćenih banaka, a one preko sada uvedenog deviznog tržišta, usmeravaju devize na tržnim principima.

Novi devizni sistem omogućuje poslovnim bankama da obavljaju sledeće vrste deviznih poslova:

- Devizno–valutne poslove u zemlji,

[1360] Propisima iz 1972. godine ukinut je devizni kreditni fond poslovnih banaka, te je i sistem zaduživanja u inostranstvu izmenjen.

- Kreditne poslove s inostranstvom,
- Platni promet s inostranstvom i
- Menjačke poslove.

Devizno–valutnim poslovima do sada su se mogle baviti poslovne banke koje su imale u svom deviznom kreditnom fondu najmanje pet miliona dinara. Ovi poslovi obuhvataju: kupovinu i prodaju deviza, vođenje deviznih računa radnih organizacija i građana, odobravanje deviznih kredita, vođenje novčanih deviznih depozita i sl.

U inostranstvu su se mogle zaduživati samo one banke koje imaju "veliko devizno ovlašćenje".

2. PLATNI I DEVIZNI BILANS

Platni promet i kretanje kapitala između jedne zemlje i inostranstva obično se iskazuje u obliku dva instrumenta:

- Platnog bilansa i
- Deviznog bilansa.

Koje se karakteristike sastavni delovi, šta pokazuju, kako su povezani pojedini delovi međusobno, kakav je sistem finansiranja i deficita i dr. videćemo iz njihovog odvojenog prikaza.

Platni bilans predstavija sistematski popis svih ekonomskih transakcija, izvršenih između jedne zemlje i inostranstva u toku jedne godine.

Platni bilans ima dve funkcije: prvo, on treba da na sistematičan način prikaže sve ekonomske odnose s inostranstvom i, drugo, on treba da prikaže i finansijsku likvidaciju tih odnosa.

Platni bilans sadrži dva dela ili dva podbilansa:

- Tekuće transakcije platnog bilansa, koje sadrže promet robe i usluga ("vidljivi i nevidljivi uvoz i izvoz"),
- Račun kapitala ili finansijske transakcije u kojem se daje finansijski obračun s inostranstvom. Među ove obračune spadaju i tzv. "transferna plaćanja".

Promene ili transakcije iz "tekućih transakcija" platnog bilansa predstavljaju uzročnike promena u drugom delu ili podbilansu kapitala (finansijskih transakcija). Osnovni uzrok deficita platnog bilansa je trgovinski podbilans (uvoz i izvoz).

Deficit platnog.bilansa uglavnom je rezultat pasivnog trgovinskog bilansa i kamatne službe, a finansira se obično na sledeći način:

- Transfernim davanjima,
- Novim zaduženjima preko kreditnih odnosa,
- Smanjenjem deviznih rezervi.

Suficit platnog bilansa koristi se na suprotan način: smanjenjem zaduženosti prema inostranstvu (otplata dugova pre roka) ili povećanjem deviznih rezervi.

Devizni bilans, za razliku od platnog bilansa (koji obuhvata celokupni izvoz i uvoz robe i usluga izvršenih između zemlje i inostranstva i njihovo finansiranje, po pravilu, u toku jedne godine), zasniva se na stvarno ostvarenom prilivu i odlivu deviza u toku jedne godine. Devizni bilans je uži od platnog bilansa i predstavlja samo jedan njen deo (tekuće transakcije). Devizni bilans, u slučaju da je s deficitom, obično prikazuje i sistem finansiranja (pokriće) tako nastalog deficita.

Deficit deviznog bilansa se obično finansira (pokriva) kroz dva kanala:

- Smanjenjem deviznih rezervi, i
- Novim porastom zaduživanja prema inostranstvu.

Povoljniji način finansiranja deficita je finansiranje preko novog zaduživanja, posebno kada se radi o kreditima s povoljnim uslovima (duži rokovi, niska kamata) i kada privreda nije dostigla "gornju granicu zaduženosti" prema inostranstvu, odnosno kada to više odgovara politici formiranja deviznih rezervi.

Smatra se da je optimalna gornja granica zaduženosti jedne privrede dostignuta kada se 22–25% deviznog priliva mora koristiti za plaćanje obaveza prema inostranstvu u toku godine. Svaka privreda nastoji da vodi politiku svoje optimalne zaduženosti prema inostranstvu, što je specifično za svaku zemiju, čak i gde ne postoji nekakva unapred uspostavljena zakonitost. Prilikom utvrđivanja gornje granice zaduženosti, za svaku zemlju se moraju uzeti u obzir brojni faktori, kao:

1) Stabilnost i stalnost rasta izvoza; 2) Mogućnosti smanjenja uvoza, bez opasnosti od narastanja teškoća u normalnom poslovanju privrede; 3) Struktura dugova po rokovima i dinamika dospeća dugova po rokovima; 4) Mogućnosti novog zaduživanja i konverzije dugova s kraćim rokovima u dugove s družim i povoljnijim uslovima; 5) Lakše ili teže dolaženje do novih dugova u zavisnosti od stanja i kretanja na svetskom finansijskom tržištu; 6) Politička situacija i dr.

GLAVA PETA

DEVIZNO TRŽIŠTE I DEVIZNI KURS

1. DEVIZNO TRŽIŠTE – FORMIRANJE I KARAKTER DEVIZNOG TRŽIŠTA

Tek ukidanjem obavezne cesije, omogućeno je stvaranje deviznog tržišta u nas kao specifičnog oblika međubankarske institucije, specifičnog tržišta deviznih sredstava. Time, zapravo, počinje stvarni period napuštanja koncepta državnog monopola spoljne trgovine i državnog (distributivnog) sistema regulisanja priliva i korišćenja deviznih sredstava u našoj privredi.

Recesija deviza otvara proces stvaranja nacionalnog deviznog tržišta preko kojega se nacionalno novčano tržište povezuje s internacionalnim novčanim tržištima. "Bez deviznog tržišta, dakle, nema institucionalne povezanosti domaće i svetske ekonomije, nema otvaranja nacionalnog prema spoljnim tržištima, nema konvertibilnosti."[1361]

Devizno tržište u nas, formirano u deviznom sistemu, predstavljalo je novu instituciju celokupnog privrednog sistema. To je bilo jedinstveno tržište za celo područje.

Predmet poslovanja deviznog tržišta je kupovina i prodaja deviza koje su od značaja za održavanje likvidnosti privrede u međunarodnim plaćanjima. Radi se uglavnom o konvertibilnim sredstvima plaćanja, dok klirinške valute nisu predmet operacija na deviznom tržištu.

Kupovina i prodaja deviza može se vršiti na dva načina:

1. Promptno, i
2. Terminski.

U prvoj fazi uvedeno je promptno tržište, dok se terminsko devizno tržište uvelo 1975. godine. Kupovina i prodaja deviza na promtpnom tržištu vrši se bez ograničenja i slobodno. Terminska kupovina i prodaja može se vršiti samo za određenoj konkretni spoljno–trgovinski posao. Kao subjekti na deviznom tržištu pojavljuju se ovlašćene poslovne banke i Narodna banka. U daljem razvoju će, sada uglavnom "međubankarsko devizno tržište" postepeno prerasti u kompletno devizno tržište na kojem će se odvijati susretanje celokupne ponude i tražnje deviza i konvertibilnih dinara. Time bi se, kako se misli, naše devizno tržište uključilo u međunarodno devizno tržište.

[1361] Dr Žarko Mrkušić, Teorijska osnova deviznog sistema,op.cit., str. 118.

Na deviznom tržištu ovlašćene banke posluju deviznim sredstvima svojih komitenata i svojim deviznim sredstvima dobijenim od inostranih kredita. Oni vrše kupovinu i prodaju deviza u svoje ime i za svoj račun ili u svoje ime a za račun svojih osnivača (nosilaca deviza).Na deviznom tržištu kupovina i prodaja deviza vrši se na dva načina:

- Neposredno između ovlašćenih banaka,
- Na posebno organizovanom međubankarskom sastanku (tržištu) na kojem se pojavljuju ovlašćene banke i Narodna banka.[1362]

Uloga Narodne banke u deviznom tržištu proizlazi iz njenih funkcija centralne banke, kojim ona osigurava jedinstvo deviznog platnog prometa na području cele zemlje, osigurava likvidnost u međunarodnim plaćanjima, likvidnost na domaćem tržištu, ali i otklanja sve poremećaje platnog bilansa.Na prvi način ovlašćene banke kupuju i prodaju devize u neposrednom međusobnom odnosu. Međutim, praksa je pokazala da se mali deo deviza kupuje ili prodaje u međusobnim kontaktima ovlašeenih banaka. Najveći deo prometa deviza u našoj zemlji odvija se preko međubankarskog sastanka (deviznog tržišta).Kupovina i prodaja deviza na deviznom tržištu vrši se po srednjim deviznim kursevima, a oni se formiraju na prethodnom međubankarskom sastanku. Sastanci deviznog tržišta održavaju se dva puta nedeljno.[1363]

2. DEVIZNI KURS I DEVIZNO TRŽIŠTE

Na međubankarskom sastanku Narodna banka donosi interventnu listu koja za svaku valutu sadrži donji (kupovni) i gornji (prodajni) kurs. Po donjim kursevima će Narodna banka kupovati određene devize, a po gornjim kursevima će ih prodavati. Interventna lista kurseva odražava politiku deviznih kurseva.

Kod sastavljanja liste interventnih kurseva, Narodna banka uzima u obzir sledeće elemente:

1. Prosečan devizni kurs koji se dobija na osnovu kurseva vodećih svetskih tržišta,
2. Srednji devizni kurs koji se formira na prethodnom sastanku deviznog tržišta,
3. Kurs koji se formirao u neposrednim kupovinama i prodajama deviznih sredstava između poslovnih banaka,

---

[1362] Politika kursa dinara, koju utvrđuje Skupština, postaje sada sastavni deo jedinstvene devizne i ekonomske politike u celini.

[1363] Radi sprovođenja što adekvatnije „politike realnog kursa dinara", Narodna banka koristi neke indikatore, kao: opšti indeks cena na malo, cene proizvođača industrijskih i poljoprivrednih proizvoda, izvozne i uvozne cene, kretanje ukupnog uvoza i izvoza zemlje, uvoz i izvoz na konvertibilno područje, pokriće uvoza izvozom, pokriće deviznog odliva deviznim prilivom, promene deviznih rezervi, cene proizvođača na malo u Austriji, V. Britaniji, Italiji, Francuskoj, Švajcarskoj, SAD, Nemačkoj, Grčkoj i Španiji.

4. Visinu i odnose ponude i tražnje svake devize na domaćem deviznom tržištu.

Narodna banka je obavezna da pristupi kupovini devize, čim devizni kurs dostigne donju interventnu granicu, odnosno prodaji – kada kurs dostigne gornju interventnu granicu. Narodna banka, kao intervenijent, kupuje devize da bi pokrila manjak tražnje odgovarajuće devize, a prodaje devize – da bi pokrila višak tražnje takvih deviza. Takvu politiku Narodna banka sprovodi da bi održala devizni kurs dinara u interventnim granicama, a u skladu s utvrđenom deviznom politikom.

Formiranje deviznih kurseva na međubankarskom sastanku istovremeno ukazuje na oscilacije deviznih kurseva između dva naredna sastanka, ali u dužem periodu, što je, u uslovima "plivajućih" kurseva drugih valuta i dinara, ravno devalvaciji ili revalvaciji pojedinih valuta. Na deviznom tržištu i dalje sve nepodruirene iznose tražnje deviza treba da podruiruje Narodna banka iz svojih deviznih sredstava – po interventnom kursu. Time se i dalje devizni kursevi na deviznom tržištu mogu kretati samo u uskim granicama interventnih kurseva. Osnovne karakteristike međubankarskog deviznog tržišta, koje je uvedeno u naš privredni sistem, su sledeće:

- Na deviznom tržištu predmet kupovine i prodaje mogu biti samo konvertibilna devizna sredstva – devize od značaja za međunarodnu likvidnost,
- Devizno tržište je u ovoj fazi međubankarska institucija na kojem se kao kupci i prodavci javljaju ovlašćene poslovne banke i Narodna banka.
- Na deviznom tržištu se pojavljuje samo onaj deo ukupne prodaje ili kupovine koji nije mogao biti zadovoljen kroz neposredne odnose banaka, mada je to do sada i osnovni (najveći) deo deviza,
- Ovlašćene banke kupuju ili prodaju devize u svoje ime, a za račun drugih osoba (komitenata) ili u svoje ime i za svoj račun.

Kupovine i prodaje deviza na deviznom tržištu vrše se po kursevima koji mogu odstupati od službeno utvrđenog pariteta dinara, u skladu sa Statutom MMF, najviše u granicama plus ili minus 4,5%. To je i raspon u kojem danas mogu fluktuirati kursevi najvećeg broja zemalja s konvertibilnom valutom,[1364] a što ima uticaja i na određivanje granica intervencije od strane Narodne banke.

U slučaju fundamentalne neravnoteže, pristupa se uobičajenoj promeni pariteta dinara, dok u sluočaju "prolaznih neravnoteža" – dolazi do primene sistema linearnih izvoznih premija i uvoznih taksa. Budući da su gotovo sve zemlje prešle na fluktuirajuće ili "plivajuće" kurseve, naša privreda je morala pristupiti sledećim akcijama (da bi se neutralizovao nepovoljan efekat tog "prljavog fluktuiranja"):[1365]

[1364] O problemu konvertibilnosti dinara videti znatno šire: dr Ante Čičinšain: Problemi konvertibilnosti dinara, Ekonomist, br. 1,1968, str. 79, i dr Slobodan Komazec: Konvertibilnost dinara u kontekstu stabilizacionih mera ekonomske politike, Finansije, Beograd, br. 1–2,1967.

[1365] Milton Friedruan, poznati ekonomist svetskog glasa, nazvao je savremeno fluktuiranje deviznih kurseva „prijavim" – u kojem nacionalni interesi pojedinih zemalja dobijaju apsolutnu prednost nad zajedničkim, međunarodnim interesima. „Plivanje" deviznih kurseva, danas vodećih zemalja u svetu, to

1. Da pristupi diferenciranim deviznim kursevima, pored određenih uvoznih ograničenja i adekvatne politike deviznih rezervi, a to znači da napusti proces liberalizacije spoljne trgovine i deviznog poslovanja, ili
2. Da i sama pređe na sistem fluktuirajućeg kursa dinara.

Uviđajući prednosti ovog drugog puta, Srbija je – sredinom 1973. godine – prešla na fluktuirajući kurs dinara s intervencijom, odnosno s funkcionisanjem deviznog tržišta. Devizno tržište preko ponude i tražnje deviza treba da postane mehanizam za formiranje "ravnotežnih" (svesno vođenih) deviznih kurseva, kako to budu zahtevali interesi nacionalne ekonomije.[1366]

3. DEVIZNE REZERVE – STRUKTURA I FUNKCIONISANJE

Devizne rezerve jedne zemlje predstavljaju sve oblike njenih potraživanja na računima u inostranstvu, kao što su: monetarno zlato, efektivni strani novac i vrednosni papiri. Osnovna namena im je održavanje opšte likvidnosti u plaćanjima zemlje prema inostranstvu, kao i za intervencije na deviznom tržištu. Devizne rezerve mogu biti formirane u konvertibilnim, transferabilnim i klirinškim (nekonvertibilnim) oblicima sredstava. Time su i devizne rezerve velikim delom rezultat regionalnog rasporeda i spoljno–trgovinske politike određene zemlje.Svaka zemlja nastoji da formira uvek dovoljne devizne rezerve koje bi se nalazile na optimalnom nivou. Jer, previsoke devizne rezerve sigurno nisu odraz zdrave devizne politike i, najčešće, su nepoželjne. One mogu biti odraz sledećih faktora:

- Neracionalnog "gomilanja" neiskorišćenih deviznih sredstava, odnosno "kreditiranja" inostranstvu,[1367]
- Opreznost u vođenju devizne i spoljno–trgovinske politike,
- Otežanih uslova za dobijanje spoljnih kredita, zbog kolebanja i nestabilnosti na svetskom tržištu (i drugih faktora),
- Formiranja većih deviznih rezervi, zbog dospevanja većeg iznosa obaveza prema inostranstvu,

---

najbolje potvrđuje. No to smo šire obradlii u okviru međunarodnih finansija i međunarodnog monetarnog sistema.

[1366] Kao osnovni razlozi, zbog kojih se prešlo na fluktuirajući kurs dinara, obično se navode sledeći: 1) Prelazak gotovo svih valuta na fluktuirajući kurs, 2) Nedovoljna fleksibilnost jugoslovenskih deviznih instrumenata, 3) Plivanje glavnih zapadno–evropskih valuta na čije se privrede odnosi od 60 do 65% uvoza i 40% izvoza Jugoslavije, 4) Veliki pritisak pretvaranja obezbeđenog dolara u dinare i 5) Velika ponuda inostranih kredit au dolarima SAD, što bi dovelo kasnije do negativnih efekata na platni bilans Jugoslavije.

[1367] Tada zemlja za ostvareni izvoz ili odobreni kredit u inostranstvu ne uvozi robu, što znači da kreditira inostranstvo.

- Neplaniranog deviznog priliva, odnosno visokih odobrenih (i iskorišćenih) u toku godine međunarodnih kredita, i sl.

S druge strane, preniske devizne rezerve dovode takvu privredu u situaciju da nije u mogućnosti da blagovremeno ili u potpunosti izvršava svoje obaveze prema inostranstvu, što znači eksternu nelikvidnost. Zbog navedenih razloga, svaka zemlja nastoji sprovoditi politiku optimalne visine deviznih rezervi. Politiku optimalnih deviznih rezervi svaka zemlja vodi prema svojoj specifičnoj situaciji, vezanoj neposredno za spoljno–trgovinsku politiku, međunarodne obaveze, visinu iskorišćenih kredita, zavisnosti od uvoza, promena u međunarodnim monetarnim odnosima i dr.

Obično se polazi od dva pristupa u određivanju dovoljnog ili optimalnog iznosa deviznih rezervi. Jedan polazi od toga da je to onaj iznos deviznih rezervi koji pokriva visinu prosečnog dvomesečnog uvoza zemlje. Drugi pristup polazi od visine deviznih rezervi prema tekućem deviznom godišnjem odlivu deviznih sredstava (preko. otplata i kamata).. Ovaj pristup je realniji, jer takav metod bolje pokazuje likvidnost zemlje u odnosima s inostranstvom (mogućnosti plaćanja, odnosno blagovremeno izvršavanje obaveza).

Politiku deviznih rezervi, kao sastavni deo zajedničke devizne politike, utvrđuje. Ono određuje i visinu ukupnih deviznih rezervi zemlje, najmanji iznos potrebnih deviznih rezervi i iznos potrebnih stalnih, "deviznih rezervi za svaku godinu. Ukupne devizne rezerve se sastoje iz stalnih deviznih rezervi, kojima se osigurava minimum likvidnosti za izvršavanje obaveza prema inostranstvu, kao i tekuće devizne rezerve, koje služe za tekuća plaćanja uvoza roba i usluga, odnosno za otplatu dospelih deviznih obaveza prema inostranstvu.Iz tekućih deviznih rezervi koriste se sredstva i za intervencije centralne banke na domaćem deviznom tržištu u održavanju kursa dinara, ali i za osiguranje redovnih izvršavanja obaveza prema inostranstvu.Najmanji iznos rezervi, u okviru proporcija platnog bilansa za zemlju za godinu dana, se obično određuje u visini jednomesečnog iznosa potreba plaćanja. Tekuće devizne rezerve se sastoje od potraživanja Narodne banke na računima u inostranstvu, po odbitku stalnih deviznih rezervi. Stalne devizne rezerve obično su sastavljene od zlata i vrednosnih papira kojima rukuje Narodna banka, kao i od deviznih sredstava koja su od značaja za održavanje likvidnosti u međunarodnim plaćanjima (a nalaze se na računima u inostranstvu). Deviznim rezervama inače rukuje Narodna banka.[1368] Devizne rezerve se mogu povećati (ili smanjiti) preko sledećih operacija:

- Povećanim izvozom u odnosu na uvoz, odnosno popravljanjem trgovinskog bilansa,
- Inostranim zaduženjem (uzimanjem kredita i sl.),
- Odlaganjem već dospelih plaćanja prema inostranstvu,
- Raznim oblicima jednostranog deviznog priliva (pomoći, devizne doznake radnika, plaćanja kamata i dr.).

[1368] Zakon o deviznom poslovanju i kreditnim odnosima s inostranstvom (čl. 190–195).

Osnovni kanal promena deviznih rezervi (povećanja) je popravljanje trgovinskog bilansa, a zatim inostrano zaduživanje, dok je odlaganje dospelih plaćanja više izuzetan i redak kanal povećanja deviznih rezervi, tako da na takvu operaciju zemlje i ne računaju, osim izuzetno.Pored održavanja normalne i optimalne visine deviznih rezervi, svaka zemlja nastoji da održava i određeni stepen inostrane zaduženosti koji istovremeno osigurava i normalnu likvidnost u međunarodnim plaćanjima. U deviznoj politici je prihvaćen stav, što smo prethodno šire izložili, da je stopa opterećenja inostranim dugovima (kamate i otplate) do 24% ukupnog deviznog priliva gornja granica preko koje počinju problemi likvidnosti u međunarodnim plaćanjima. Istina, i ovu granicu treba shvatiti više orijentaciono, kao nekakav kriterij za ponašanje kojem treba težiti, ali je svakako treba shvatiti vrlo elastično, jer postoje i veći procenti zaduženja nekih zemalja, ali zbog delovanja više drugih faktora (u koje ovde ne možemo ulaziti) nije postojao problem eksterne nelikvidnosti.

GLAVA ŠESTA

SPOLJNOTRGOVINSKO I DEVIZNO POSLOVANJE

1. ZAKON O SPOLJNOTRGOVINSKOM POSDOVANJU[1369]

Ovim zakonom uređuje se spoljnotrgovinsko poslovanje, u skladu sa pravilima Svetske trgovinske organizacije i propisima Evropske unije.

Zakonom se može, u skladu sa pravilima Svetske trgovinske organizacije i propisima Evropske unije, urediti spoljna trgovina pojedinom vrstom robe ili usluga.

Spoljna trgovina je prekogranični promet robe i usluga.

Direktno ulaganje u inostranstvu, u smislu ovog zakona, je osnivanje preduzeća u inostranstvu, ogranka ili predstavništva u inostranstvu, kupovina udela ili akcija u kapitalu stranog preduzeća, dokapitalizacija stranog preduzeća i svaki drugi oblik ulaganja domaćeg lica u kapital stranog pravnog lica, sa ciljem da se uključi u upravljanje poslovima stranog lica.

Investicioni radovi u inostranstvu su projektantski, gradevinski i zanatski radovi, inženjering poslovi i drugi radovi i usluge na objektima u inostranstvu.

Spoljna trgovina slobodna je i bez ograničenja.

Direktna ulaganja u inostranstvu i izvođenje investicionih radova u inostranstvu slobodni su i bez ograničenja.

Promet robe koja se nalazi u inostranstvu, kao i pružanje usluga u inostranstvu, u kojima učestvuje domaće lice, slobodni su.

Ograničenje, u smislu ovog zakona, je svako narušavanje slobode spoljne trgovine, "a naročito zabrana, količinsko ograničenje, uslov ili dozvola (nenovčano ograničenje), kao i svaki drugi pravni akt ili postupak državnog organa koji ima takav cilj ili posledicu, uključujući i dodatno novčano opterećenje spoljne trgovine (novčano ograničenje), ali ne i uvozne dažbine propisane carinskim propisima.

Sloboda spoljne trgovine, direktnih ulaganja u inostranstvu i izvođenja investicionih radova u inostranstvu može da se ograniči samo pod uslovima propisanim ovim zakonom.

Pravna lica i preduzetnici, u obavljanju spoljnotrgovinskih poslova iz ovog člana, imaju jednako pravo poslovanja kao i u domaćem pravnom prometu (trgovinska sposobnost).

Fizička lica, u obavljanju spoljnotrgovinskih poslova iz ovog člana, imaju jednaka prava kao i u domaćem pravnom prometu.

[1369] „Službeni glasnik RS", broj 101 od 21. novembra 2005. godine.

Prenos prava svojine na robi koja je pod carinskim nadzorom slobodan je i ne utiče na obavezu plaćanja uvoznih dažbina i druge obaveze koje proizlaze iz carinskih propisa.

Pravna lica, preduzetnici i fizička lica, u obavljanju spoljnotrgovinskih poslova, slobodni su da svoje odnose urede po svojoj volji, u skladu sa pravom merodavnim za njihov odnos i propisima čija se primena ne može izbeći izborom prava (o zaštiti konkurencije, zaštiti potrošača i dr.).

Dozvoljena ograničenja spoljne trgovine propisuju se, primenjuju i tumače u skladu sa pravilima Svetske trgovinske organizacije i propisima Evropske unije.

Pravni akti koji nisu u skladu sa ovim zakonom a koji imaju za cilj ili za posledicu ograničenje slobode spoljne trgovine, odnosno zaštitu domaće robe, usluga ili lica, ništavi su.

Ograničenje spoljne trgovine dozvoljeno je samo ako:

1. je izričito propisano ovim zakonom;

2. je neophodno za postizanje ciljeva ograničenja predviđenih ovim zakonom, i

3. su stepen, obim i trajanje ograničenja srazmerni ciljevima ograničenja, odnosno ako su svedeni na najmanju meru neophodnu za postizanje ciljeva ograničenja dozvoljenih ovim zakonom.

Ograničenja dozvoljena ovim zakonom ne smeju da imaju za cilj ili za posledicu narušavanje konkurencije između učesnika u spoljnoj trgovini.

Nenovčano ograničenje propisuje se ili primenjuje samo ako se novčanim ograničenjem ne može postići cilj ograničenja propisai ovim zakonom.

Vlada Republike Srbije (u daljem tekstu: Vlada), na predlog ministarstva nadležnog za ekonomske odnose sa inostranstvom (u daljem tekstu: Ministarstvo), uvodi ograničenja.

Vlada određuje robu i usluge koje podležu ograničenjima.

Spisak robe i usluga objavljuje se u “Službenom glasniku Republike Srbije”.

Ministarstvo, na zahtev zainteresovanog lica, daje informacije o primeni odredaba ovog zakona.

Domaće lice, u smislu ovog zakona, je pravno lice koje, u skladu sa propisima Republike Srbije (u daljem tekstu: Republika), ima sedište u Republici, odnosno fizičko lice koje ima prebivalište u Republici.

Strano lice, u smislu ovog zakona, je:

1. pravno lice sa sedištem u inostranstvu;

2. strano fizičko lice, i

3. domaći državljanin sa prebivalištem, odnosno boravištem u inostranstvu dužim od godinu dana.

Tretman najpovlašćenije nacije je primena najpovoljnijih uslova u spoljnoj trgovini u skladu sa članom 1. Opšteg sporazuma o carinama i trgovini (OATT), sa državom koja uživa takav tretman na osnovu međunarodnog sporazuma ili odluke Vlade.

Najpovoljniji uslovi ne uključuju i uslove koji su odobreni radi olakšavanja pograničnog prometa ili na osnovu sporazuma o slobodnoj trgovini ili carinskoj uniji, kao i na osnovu prelaznih sporazuma o formiranju zone slobodne trgovine ili carinske unije.

Ogranak i predstavništvo stranog pravnog lica, odnosno drugog privrednog subjekta (u daljem tekstu: osnivač) upisuje se, na zahtev osnivača, u registar u koji se upisuju pravna lica, odnosno privredna društva, u skladu sa propisima Republike koji uređuju upis u takav registar.

U smislu ovog zakona:

1. ogranak je izdvojen, pravno zavisan organizacioni deo osnivača, koji na teritoriji Republike trajno obavlja delatnosti za koje je osnivač registrovan u zemlji sedišta. Ogranak ne može imati širu poslovnu sposobnost od osnivača, a mora poslovati u skladu sa propisima Republike i ima tretman domaćeg lica;
2. predstavništvo je izdvojen, pravno zavisan organizacioni deo osnivača koji na teritoriji Republike obavlja prethodne i pripremne radnje u vezi sa zaključenjem ugovora i koji ne može da zaključuje ugovore, osim za sopstvene potrebe.

Strana lica na teritoriji Republike pružaju usluge u skladu sa propisima koji uređuju pružanje pojedinih vrsta usluta.

Na postupak donošenja pojedinačnih upravnih akata, u smislu ovog zakona, primenjuju se odredbe zakona koje uređuju opšti uiravni postupak, osim ako ovim zakonom nije drugačije propisano.

Podaci pribavljeni u skladu sa ovim zakonom smatraju se službenom tajnom.

Podaci ne mogu da se objavljuju niti saopštavaju trećim licima bez izričite pismene saglasnosti lica na koje se odnose, osim kad je nadležni organ obavezan da to učini, u skladu sa zakonom.

Vlada, na predlog Ministarstva, može da propiše administrativnu naknadu za administrativne usluge koje organi, odnosno lica kojima su zakonom poverena javna ovlašćenja, pružaju licima u spoljnoj trgovini, samo ako je to neophodno radi naknade troškova za stvarno pružene administrativne usluge.

Iznos administrativne naknade ne može da:

1. bude viši od stvarnih troškova za pružene usluge;
2. predstavlja posrednu zaštitu domaćih lica, robe ili usluga.

Sredstva naplaćena u skladu sa odredbama ovog člana prihod su budžeta Republike.

Izvoz robe je iznošenje, slanje, odnosno isporuka robe sa teritorije Republike na teritoriju druge države, u skladu sa carinskim propisima Republike.

Uvoz robe je unošenje, dopremanje, odnosno isporuka robe sa teritorije druge države na teritoriju Republike, u skladu sa carinskim propisima Republike.

Na strana lica koja na teritoriju Republike uvoze, odnosno koja sa teritorije Republike izvoze robu, primenjuju se propisi koji se primenjuju na domaća lica.

Na uvezenu robu primenjuju se propisi koji se primenjuju na domaću robu, osim propisa kojima se utvrđuje domaće poreklo robe.

Domaća roba jeste roba poreklom iz Republike, u smislu propisa o poreklu robe.

Količinsko ograničenje je najveći ukupan obim pojedine robe, određen po vrediosti ili po količini, koji može da se uveze ili izveze u određenom roku, uključujući i zabranu uvoza ili izvoza.

Količinsko ograničenje se raspodeljuje na kvote.

Kvota je udeo u količinskom ograničenju dodeljen određenom licu ili grupi lica.

Količinsko ograničenje izvoza može da se uvede samo:

1. u slučaju kritične nestašice bitne robe ili potrebe za otklanjanjem posledica takve nestašice, ili
2. radi zaštite neobnovljivih prirodnih bogatstava, ako se ograničavanje izvoza primenjuje uporedo sa ograničavanjem domaće proizvodnje ili potrošnje.

Količinsko ograničenje uvoza može da se uvede kao mera zaštite:

1. od prekomernog uvoza
2. platnog bilansa,

Ministarstvo, na osnovu javnog poziva za podnošenje zahteva za dodelu kvota, dodeljuje kvote pojedinim licima, u skladu sa uslovima koji uključuju naročito:

1. ekonomski opravdanu količinu robe obuhvaćenu kvotom;
2. stepen iskorišćenosti ranije dodeljenih kvota, i
3. mogućnost dodele kvote licima kojima ranije nisu dodeljivane kvote.

Kvote se dodeljuju prema redosledu prijema zahteva za dodelu kvota, u roku koji ne može da bude duži od 15 dana od dana kada je podnosilac zahteva podieo propisanu dokumentaciju.

Odluka o dodeli kvote sadrži uslove pod kojima se kvota dodeljuje, kao i rok u kome se kvota može iskoristiti, koji ne može biti duži od šest meseci i način obaveštavanja Ministarstva o korišćenju kvote.

Broj isporuka tokom roka u kome se kvota može iskoristiti nije ograničen.

Ako lice ne koristi kvotu u skladu sa uslovima Ministarstvo može da:

1. stavi van snage odluku o dodeli kvote, i
2. dodeli kvotu narednom licu koje se prema redosledu prijema zahteva odazvalo javnom pozivu, a kome kvota nije dodeljena.

Vlada može da propiše bliže uslove za raspodelu kvota.

Dodeljena kvota je neprenosiva.

Lice kome kvota nije dodeljena ne može da koristi kvotu koja je dodeljena drugom licu.

Dozvola je isprava koja se izdaje, na zahtev podnosioca, za uvoz, tranzit ili izvoz pojedine robe.

Dozvola za uvoz robe može da se uvede samo radi:

1. zaštite javnog morala;
2. zaštite života i zdravlja ljudi, životinja i biljaka:
3. zaštite nacionalne bezbednosti;
4. zaštite životne sredine i prirodnih bogatstava, ili
5. primene posebnih pravila trgovine zlatom i srebrom.

Dozvola za tranzit robe može da se uvede samo radi:

1. zaštite života i zdravlja ljudi, životinja i biljaka;
2. zaštite nacionalne bezbednosti, ili
3. zaštite životne sredine.

Dozvola za izvoz robe može da se uvede samo radi:

1. zaštite umetničkog, istorijskog i arheološkog blaga;
2. zaštite prirodnih retkosti i ugroženih biljnih i životinjskih vrsta;
3. zaštite nacionalne bezbednosti;
4. zaštite neobnovljivih prirodnih bogatstava, ili
5. primene posebnih pravila trgovine zlatom i srebrom.

Zahtev za izdavanje dozvole podnosi se Ministarstvu.

Uz zahtev podnosi se:

1. izvod iz registra, odnosno izvod o registrovanom podatku ako podnosilac podleže obavezi registracije, i
2. dokazi o ispunjenju propisanih uslova za dobijanje dozvole.

Zahtev za izdavanje dozvole ne može da bude odbijen zbog nebitnih nedostataka u dokumentaciji koji ne utiču na osnovne podatke sadržane u zahtevu.

Vlada može da propiše opšte uslove za postupak izdavanja dozvola, u skladu sa pravilima Svetske trgovinske organizacije i propisima Evropske unije.

Ministarstvo odlučuje o zahtevu za izdavanje dozvole.

Ministarstvo, ako je potrebno, pribavlja mišljenje drugih organa, organizacija, ustanova i udruženja. koji su dužni da dostave mišljenje u roku koji odredi Ministarstvo.

Izuzetno od odredbe:

1. ministarstvo nadležno za zaštitu zdravlja ljudi odlučuje o zahtevu za izdavanje dozvole za uvoz ili izvoz opojnih droga, medicinskih sredstava i lekova;
2. ministarstvo nadležio za zaštitu životne sredine odlučuje o zahtevu za izdavanje dozvole za uvoz ili izvoz supstanci koje oštećuju ozonski omotač, ugroženih i zaštićenih vrsta divlje flore i faune, dozvole za uvoz, izvoz ili tranzit opasnih materija, otnada i izvora jonizujućnh zračenja;
3. ministarstvo nadležno za zaštitu zdravlja biljaka i životinja odlučuje o zahtevu za izdavanje dozvole zauvoz životinja, robe biljnog i životinjskog po-

rekla, kao i robe koja može biti prenosilac štetočina ili bolesti na ljude, životinje ili biljke;

4. ministarstvo nadležno za poslove kulture odlučuje o zahtevu za izdavanje dozvole za izvoz predmeta od umetničkog, istorijskog i arheološkog značaja.

Odluka o zahtevu za izdavanje dozvole donosi se prema redosledu prijema zahteva, u roku koji ne može da bude duži od 15 dana od dana kada je podnosilac zahteva podneo propisanu dokumentaciju.

Izuzetno dozvola za uvoz i izvoz otpada izdaje se u roku koji ne može da bude duži od 60 dana od dana kada je podnosilac zahteva podneo propisanu dokumentaciju.

Dozvola sadrži izreku i obrazloženje i izdaje se za jednu ili više vrsta robe.

Izuzetno od odredbe:

1. za robu biljnog i životinjskog porekla, biljke i životinje i drugu robu koja može da bude prenosilac bolesti ili štetoči.na koje mogu da ugroze život i zdravlje ljudi, biljaka i životinja, dozvola se izdaje samo za jednu vrstu robe;

2. za robu umetničkog, istorijskog i arheološkog značaja, dozvola se izdaje za svaki pojedini predmet; ako više predmeta čini jedinstvenu pošiljku, može da se izda jedna dozvola u kojoj je svaki od predmeta naveden i opisan.

Vlada može da uvede mere zaštite, i to;

1. antidampinške mere;
2. kompenzatorne mere;
3. mere za zaštitu od prekomernog uvoza;
4. mere za zaštitu ravnoteže platnog bilansa.

Antidampinška, odnosno kompenzatorna mera, u smislu ovog zakona, je antidampinška, od - nosno kompenzatorna dažbina i svaka druga mera u skladu sa Sporazumom o primeni Člana VI Opšteg sporazuma o carinama i trgovini (GATT) i Sporazumom Svetske trgovinske organizacije o subvencijama i kompenzatornim merama (Agreement on Subsidies and Countervailing Measures).

Vlada može da propiše bliže uslove za primenu mera zaštite, u skladu sa pravilima Svetske trgovinske organizacije i propisima Evropske unije.

Antidampinška dažbina je posebna dažbina na uvoz robe koja se uvodi radi otklanjanja posledica dampinga.

Damping, u smislu ovog zakona, je uvoz robe u Republiku po ceni nižoj od normalne vrednosti te robe, koji:

1. izaziva ili preti da izazove znatnu štetu postojećoj domaćoj proizvodnji, ili
2. znatno usporava stvaranje domaće proizvodnje.

U smislu ovog zakona:

1. “normalna vrednost” je cena iste ili slične robe na tržištu države iz koje se izvozi, koja je određena u uobičajenom toku trgovine u toj državi i koja uključuje proizvodne, administrativne, prodajne i opšte troškove;

2. “domaća proizvodnja” je ukupna zajednička proizvodnja domaćih proizvođača iste ili slične robe, koja predstavlja pretežni deo ukupne domaće proizvodnje te robe;

3. “slična roba” je roba koja nije u potpunosti ista ali čija su svojstva bitno slična svojstvima robe koja je predmet uvoza, odnosno roba koja je prema svojstvima u bitnoj meri zamenjiva sa robom koja je predmet uvoza.

Ako se roba ne proda - je na tržištu države iz koje se izvozi, normalna vrednost određuje se upoređivanjem sa:

1. cenom takve robe koja se na istom stepenu proizvodnje ili prodaje, u približno istom vremenskom periodu, izvozi u treću državu čiji tržišni uslovi su uporedivi sa tržišnim uslovima u Republici, ili

2. proizvodnom cenom takve robe u zemlji porekla, ako je takva cena reprezentativna, uvećanom za razuman iznos uobičajenih administrativnih, prodajnih i opštih troškova i profita.

Prilikom utvrđivanja postojanja dampinga i određivanja normalne vrednosti, uzimaju se u obzir sve razlike u uslovima prodaje, uključujući i sve razlike koje utiču na strukturu cena.

Stopa antidampinške dažbine uvodi se u visini koja je potrebna da se otkloni šteta ali koja ne može da bude viša od dampinške marže.

Dampinška marža je razlika između normalne vrednosti robe i cene po kojoj se ta roba izvozi u Republiku.

Kompenzatorna dažbina je posebna dažbina na uvoz robe koja se uvodi radi otklanjanja posledica subvencije koju država porekla, odnosno izvoza robe, posredno ili neposredno odobrava za proizvodnju ili za izvoz te robe u Republiku,

Subvencija, u smislu ovog zakona, je poseban, posredan ili neposredan, finansijski doprinos države porekla, odnosno izvoza robe, u korist lica koje proizvodi ili posredno ili neposredno izvozi tu robu u Republiku.

Finansijski doprinos je naročito:

1. neposredni prenos državnih sredstava (donacije, zajmovi, uvećanje akcijskog kapitala i sl.) ili neposredno preuzimanje obaveza (preuzimanje dugova, davanje garancije za zajmove i sl.);

2. odricanje države od dospelog javnog prihoda ili nenaplaćivanje takvog prihoda (carina, porez, poreski podsticaji i sl.);

3. državni doprinos fondovima za unapređivanje izvoza;

4. proizvodnja ili nabavka robe ili pružanje usluga, od strane države, osim za potrebe opšte infrastrukture (izgradnja puteva, gasifikacija i dr.);

5. poveravanje ili nalog drugim licima da izvrše neku od radnji;

6. podsticaj uslovljen izvoznim uspehom ili korišćenjem domaće umesto uvozne robe u proizvodnji.

Finansijski doprinos smatra se posebnim ako se odobrava:

1. samo pojedinom licu ili grupi lica, uključujući i finansijski doprinos koji se odobrava samo pojedinom licu ili grupi lica na osnovu geografskog položaja tih lica, ali ne i doprinos koji se automatski odobrava svim licima na osnovu zakonom propisanih kriterijuma;

2. samo određenom broju lica na osnovu zakonom propisanih kriterijuma, ili

3. u najvećoj meri samo određenom broju lica na osnovu zakonom propisanih kriterijuma (u praksi).

Oslobađanje robe namenjene izvozu od poreza kome podleže takva roba kada je namenjena domaćem tržištu ili povraćaj tog poreza, nije subvencija u smislu ovog zakona.

Stopa kompenzatorne dažbine utvrđuje se u visini koja je potrebna da se otklone posledice uvoza predmetne robe ali ne može da bude viša od punog iznosa subvencije.

Vlada može da uvede obavezu plaćanja antidampinške, odnosno kompenzatorne dažbine ako je, nakon postupka ispitivanja sprovedenog u skladu sa ovim zakonom, na osnovu dokaza utvrđeno da postoji:

1. damping ili subvencija,

2. znatna šteta naneta domaćoj proizvodnji ili opasnost da dođe do takve štete, i

3. uzročna veza između dampinga ili subvencije na jednoj strani, i znatne štete ili opasnosti da dođe do znatne štete, na drugoj strani.

Znatna šteta ili opasnost da dođe do takve štete;

1. postoji ako je uvoz predmetne robe doveo, odnosno ako može da dovede, do stvarnog ili mogućeg pada domaće proizvadnje, pada prodaje domaće robe, udela na tržištu, profita, produktivnosti, prihoda od investicija, iskorišćenosti kapaciteta, stvarnog ili mogućeg uticaja na promet, do pada zaliha, zaposlenosti, zarade, privrednog rasta, kao i do pada mogućnosti pribavljanja kapitala ili investicija;

2. utvrđuje se na osnovu svih ekonomskih činilaca, a naročito na osnovu smanjenja ili mogućeg smanjenja količine prodate robe, dobiti, udela na tržištu, produktivnosti, isplativosti ulaganja, iskorišćenosti proizvodnih kapaciteta, protoka novca, ulaganja, zaposlenosti, privrednog rasta, finansijske sposobnosti, cena, kao uvećavanja dampinške marže.

Uzročna veza postoji naročito ako:

- je uvoz robe koja je predmet dampinga ili subvencije znatno povećan u odnosu na prosečan uvoz u periodu od tri godine koji prethodi periodu u kome se obavlja uvoz robe koja je predmet dampinga ili subvencije, odnosno za period za koji postoje podaci, i

- su cene takve uvozne robe znatno niže od cena slične domaće robe i kada je takav uvoz utkao na smanjenje cena slične domaće robe u značajnoj meri, odnosno kada je sprečio povećanje cena domaće robe do koga bi inače došlo.

Ako se u postupku ispitivanja utvrdi da znatna šteta nastaje i zbog drugih uzroka, a ne isključivo zbog dampinškog, odnosno subvencionisanog uvoza, šteta nastala iz drugih uzroka ne može da bude osnov za uvođenje kompenzatornih, odnosno antidampinških dažbina.

Drugi uzroci uključuju naročito:

1. količinu i cenu uvezene robe koja nije predmet subvencije ili dampinga;
2. smanjenje tražnje ili promene u oblicima potrošnje;
3. narušavanje konkurencije između domaćih i stranih proizvođača;
4. razvoj tehnologije proizvođača uvezene robe;
5. izvozni učinak i produktivnost domaće proizvodnje.

Ako je uvoz određene vrste robe iz više država istovremeno predmet postupka ispitivanja, mogu da se procene kumulativni efekti takvog uvoza ako se utvrdi da je:

1. dampinška marža, odnosno finansijski doprinos, iz svake pojedine države, manji od dva procenta u odnosu na izvoznu cenu robe;
2. udeo uvoza iz svake pojedine države veći od tri procenta u odnosu na ukupan uvoz iste ili slične robe u Republiku ili ako je ukupan udeo uvoza te robe iz tih država veći od sedam procenata u odnosu na ukupan uvoz iste ili slične robe u Republiku, i
3. procena kumulativnog efekta takvog uvoza primerena uslovima konkurencije između proizvođača iste ili slične uvezene robe i uslovima konkurencije između proizvođača iste ili slične uvezene robe i domaće robe.

2. ZAKON O DEVIZNOM POSLOVANJU[1370]

Ovim zakonom uređuju se:

1) plaćanja, naplaćivanja i prenosi između rezidenata i nerezidenata u stranim sredstvima plaćanja i u dinarima;

2) plaćanja, naplaćivanja i prenosi između rezidenata u stranim sredstvima plaćanja;

3) kupovina i prodaja sredstava plaćanja između rezidenata i nerezidenata, kao i kupovina i prodaja stranih sredstava plaćanja između rezidenata;

4) jednostrani prenosi sredstava plaćanja iz Republike Srbije (u daljem tekstu: Republika) i u Republiku koji nemaju obeležja izvršenja posla između rezidenata i nerezidenata;

[1370] Sl. Glasnik RS, br. 62/2006.

5) tekući i depozitni računi rezidenata u inostranstvu i rezidenata i nerezidenata u Republici;

6) kreditni poslovi u Republici, i to između banaka i rezidenata u devizama i između banaka i nerezidenata u dinarima, kao i kreditni poslovi sa inostranstvom.

Rezidenti su:

1) pravno lice koje je registrovano i ima sedište u Republici;

2) preduzetnik - fizičko lice koje je registrovano u Republici i koje radi sticanja dobiti, u vidu zanimanja, obavlja zakonom dozvoljenu delatnost;

3) ogranak stranog pravnog lica upisan u registar kod nadležnog organa u Republici;

4) fizičko lice koje ima prebivalište u Republici, osim fizičkog lica koje ima boravak u inostranstvu duži od godinu dana;

5) fizičko lice - strani državljanin koji na osnovu dozvole za boravak, odnosno radne vize boravi u Republici duže od godinu dana;

6) državni organ i organizacija, korisnici budžetskih sredstava Republike, korisnici sredstava organizacija obaveznog socijalnog osiguranja i korisnici budžetskih sredstava lokalne vlasti;

7) diplomatsko, konzularno i drugo predstavništvo u inostranstvu koje se finansira iz budžeta Republike i domaći državljani zaposleni u tim predstavništvima, kao i članovi njihovih porodica.

Nerezidenti su sva lica koja nisu navedena u tački (1).

Banka je akcionarsko društvo sa sedištem u Republici, koje ima dozvolu za rad Narodne banke Srbije i obavlja depozitne poslove i kreditne poslove a može obavljati i druge poslove u skladu sa zakonom.

Pod bankom, u smislu ovog zakona, smatra se i banka koja ima ovlašćenje Narodne banke Srbije za obavljanje poslova platnog prometa i kreditnih poslova sa inostranstvom.

Sredstva plaćanja su dinar i strana sredstva plaćanja.

Strana sredstva plaćanja su:

1) devize - potraživanja u inostranstvu koja glase na stranu valutu;

2) efektivni strani novac - potraživanja u gotovini, odnosno papirni ili kovani novac koji glasi na stranu valutu.

Instrumenti plaćanja su: čekovi, menice, akreditivi, doznake, platne kartice i drugi instrumenti plaćanja - potraživanja od izdavaoca - nerezidenta, koja glase na stranu valutu i mogu se unovčiti u stranu valutu.

Hartije od vrednosti su hartije od vrednosti određene zakonom koji uređuje tržište hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata.

Domaće hartije od vrednosti su hartije od vrednosti koje emituje rezident na domaćem i stranom tržištu, a mogu glasiti i na stranu valutu ako je to propisano posebnim zakonom.

Strane hartije od vrednosti su hartije od vrednosti koje emituje nerezident i koje glase na stranu valutu.

Dugoročne hartije od vrednosti su dužničke hartije od vrednosti, sa rokom dospeća dužim od jedne godine.

Kratkoročne hartije od vrednosti su dužničke hartije od vrednosti, sa rokom dospeća do godinu dana.

Finansijski derivati su finansijski instrumenti u smislu zakona koji uređuje tržište hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata.

Devizno tržište je tržište na kome se kupuju i prodaju devize i efektivni strani novac.

Menjački poslovi su poslovi kupovine od fizičkih lica i prodaje tim licima efektivnog stranog novca i čekova koji glase na stranu valutu.

Tekući poslovi su poslovi zaključeni između rezidenata i nerezidenata čija namena nije prenos kapitala.

Kapitalni poslovi su poslovi između rezidenata i nerezidenata čija je namena prenos kapitala. Kapitalni poslovi su:

- direktne investicije,
- ulaganja u nekretnine,
- poslovi sa hartijama od vrednosti,
- poslovi sa investicionim i dobrovoljnim penzijskim fondovima,
- kreditni poslovi,
- depozitni poslovi,
- poslovi po osnovu ugovora o osiguranju u skladu sa zakonom koji uređuje osiguranje,
- jednostrani prenosi sredstava plaćanja (lični i fizički).

Direktne investicije su ulaganja rezidenta u inostranstvu i nerezidenta u Republici u pravno lice sa ciljem da se uključi u upravljanje poslovima tog pravnog lica.

Pod ulaganjem smatra se: osnivanje pravnog lica, ogranka ili predstavništva, kupovina udela ili akcija u kapitalu pravnog lica, dokapitalizacija pravnog lica kao i svaki drugi oblik ulaganja kojim ulagač stiče najmanje 10% učešća u osnovnom kapitalu, odnosno najmanje 10% glasačkih prava, u roku ne dužem od godinu dana od dana prvog ulaganja u to pravno lice u slučaju sukcesivnih ulaganja (radi dostizanja praga od 10%).

Pod ulaganjem smatraju se i krediti sa rokom dospeća od pet godina ili dužim ukoliko imaju prirodu podređenog potraživanja (subordinirani krediti).

Poslovi sa hartijama od vrednosti su poslovi sa dugoročnim i kratkoročnim hartijama od vrednosti, vlasničkim hartijama od vrednosti i finansijskim derivatima.

Kreditni poslovi su kreditni poslovi u Republici i kreditni poslovi sa inostranstvom.

Kreditni poslovi u Republici su poslovi kojima banka odobrava:

- rezidentu kredit u devizama i
- nerezidentu kredit u dinarima.

Kreditni poslovi sa inostranstvom su krediti i zajmovi između rezidenta i nerezidenta zaključeni u devizama.

Krediti su poslovi između:

- banke i nerezidenta, kojima banka uzima od nerezidenta kredit, odnosno daje nerezidentu kredit i
- rezidenta i strane banke, kojima rezident uzima kredit.

Zajmovi su poslovi između rezidenta i nerezidenta, kojima rezident uzima od nerezidenta ili daje nerezidentu zajam.

Kreditni poslovi iz st. 1. do 3. ove tačke obuhvataju naročito:

- komercijalne kredite,
- robne kredite,
- finansijske kredite,
- kratkoročne oročene bankarske depozite,
- kratkoročne bankarske kreditne linije. Kreditnim poslovima sa inostranstvom smatraju se i:
- bankarske garancije, koje banke daju u korist nerezidenta po kreditnim poslovima sa inostranstvom i kreditnim poslovima između dva nerezidenta u inostranstvu i
- jemstva i druga sredstva obezbeđenja koja u skladu sa ovim zakonom rezidenti
- pravna lica daju u korist nerezidenta
- kreditora po kreditnim poslovima sa inostranstvom i kreditnim poslovima između dva nerezidenta u inostranstvu.

Depozitni poslovi, u smislu ovog zakona, jesu poslovi na osnovu ugovora o depozitu između nerezidenta i banke, kao i između rezidenta i banke u inostranstvu.

Poslovi po osnovu ugovora o osiguranju obuhvataju plaćanja premija i osiguranih iznosa na osnovu ugovora između osiguravajućeg društva

- nerezidenta i rezidenta kao osiguranika kao i između osiguravajućeg društva
- rezidenta i nerezidenta kao osiguranika, u skladu sa zakonom koji uređuje osiguranje.

Valutna klauzula je ugovaranje vrednosti obaveze u devizama (valuta obaveze) u Republici s tim što se plaćanje i naplaćivanje po tim ugovorima vrši u dinarima (valuta isplate).

Lični prenos sredstava plaćanja je prenos sredstva iz Republike u inostranstvo ili iz inostranstva u Republiku koji se ne zasniva na izvršenju posla - vrši se između rezidenta fizičkog lica i nerezidenta, uključuje poklone i pomoć, nasledstva, rente, podruirenje duga useljenika i sredstava koja iznose iseljenici.

Fizički prenos sredstava plaćanja je svaki prenos gotovine u dinarima, kao i prenos efektivnog stranog novca i hartija od vrednosti iz Republike i u Republiku.

2.1. Tekući poslovi

Plaćanje, naplaćivanje i prenos po tekućim poslovima između rezidenata i nerezidenata vrši se slobodno, u skladu sa ovim zakonom.

Plaćanja i prenosi po osnovu tekućih poslova obuhvataju, bez ograničenja:

1) plaćanja po osnovu spoljnotrgovinskih poslova i po drugim tekućim poslovima sa inostranstvom u smislu zakona koji uređuje spoljnotrgovinsko poslovanje;

2) plaćanja po osnovu otplate dela glavnice i kamata na kredite;

3) povraćaj sredstava uloženih u investicije, kao i prenos u inostranstvo i unos dobiti po osnovu direktnih investicija;

4) prenose u korist fizičkih lica po osnovu: penzija, invalidnina i ostalih socijalnih primanja, prenose po osnovu poreza i taksi, međudržavne saradnje, likvidiranih šteta po osnovu ugovora o osiguranju, prenose po osnovu pravnosnažnih i izvršnih odluka, prenose po osnovu dobitaka u igrama na sreću, naknada za koncesije, članarina i kazni (penala) i druge prenose, kao i prenose po osnovu iznosa troškova potrebnih za izdržavanja porodice.

Rezident sredstva plaćanja po osnovu izvoza robe ili usluge, unosi u Republiku u roku do 180 dana od dana izvoznog carinjenja robe, odnosno od dana izvršenja usluge.

Posao izvoza robe ili usluge sa ugovorenim rokom naplate dužim od 180 dana od dana izvoznog carinjenja robe, odnosno od dana izvršenja usluge, kao i posao izvoza robe ili usluge koji nije naplaćen u roku, smatra se kreditnim poslom sa inostranstvom.

Rezident sredstva plaćanja ostvarena po osnovu prodaje plaćene robe koja se nalazi u inostranstvu i neposredno isporučuje u inostranstvo, unosi u Republiku u roku do 180 dana od dana izvršenog plaćanja.

Narodna banka Srbije na predlog ministarstva nadležnog za poslove finansija propisuje uslove i način evidentiranja poslova.

Rezident unapred plaćenu robu ili uslugu uvozi u Republiku u roku do 180 dana od dana izvršenog plaćanja robe ili usluge.

Rezident koji ne uveze robu ili uslugu u roku vrši povraćaj unapred plaćenog iznosa odmah, a najkasnije u roku od pet dana od dana isteka roka.

Posao uvoza unapred plaćene robe ili usluge sa ugovorenim rokom uvoza dužim od 180 dana od dana izvršenog plaćanja smatra se kreditnim poslom sa inostranstvom.

Narodna banka Srbije na predlog ministarstva nadležnog za poslove finansija propisuje uslove i način evidentiranja poslova.

Rezident - pravno lice može realizovan posao izvoza robe i usluga izuzetno naplatiti realizovanim uvozom robe i usluga samo pod uslovima i na način koji propiše Vlada.

Banke, odnosno rezidenti, osim rezidenata-fizičkih lica, mogu kupovati ili prodavati, odnosno platiti ili naplatiti potraživanja i dugovanja koja su nastala po spoljnotrgovinskim poslovima rezidenata.

Poslovi se mogu vršiti samo na osnovu ugovora, zaključenog u pismenoj formi između svih učesnika u poslu.

Banke su dužne da o poslovima izveste Narodnu banku Srbije na način i u rokovima koje ona propiše.

Vlada propisuje rezidentima bliže uslove, način obavljanja i izveštavanja Deviznog inspektorata o poslovima.

Nerezidenti mogu kupovati potraživanja i dugovanja po osnovu spoljnotrgovinskih poslova samo pod uslovima i na način koje propiše Vlada.

Rezident ne može izvršiti naplatu, plaćanje ili izdati nalog za plaćanje, odnosno izvršiti prenos nerezidentu, na osnovu ugovora u kojem nije navedena stvarna cena ili na osnovu neistinite isprave.

Dobit ostvarenu u inostranstvu po osnovu izvođenja investicionih radova kao i devize koje je, u skladu s garantnim rokovima, naručilac investicionih radova zadržao kao garanciju za ispravnost izvršenih radova, rezident unosi u zemlju po završetku izvođenja investicionih radova, odnosno isteku garantnog roka.

Rezident o dobiti koju ostvari obavljanjem privredne delatnosti u inostranstvu izveštava Devizni inspektorat.

Vlada propisuje bliže uslove, rokove i način izveštavanja.

2.2. Kapitalni poslovi

Plaćanje, naplaćivanje i prenos po kapitalnim poslovima između rezidenata i nerezidenata vrše se slobodno, osim ako ovim zakonom nije drukčije propisano.

Plaćanje i prenos kapitala po osnovu direktnih investicija rezidenata - pravnih lica, preduzetnika i fizičkih lica u inostranstvo vrši se slobodno, u skladu sa zakonom koji uređuje spoljnotrgovinsko poslovanje.

Plaćanje i prenos kapitala po osnovu direktnih investicija nerezidenata u Republici vrši se slobodno, u skladu sa zakonom koji uređuje strana ulaganja.

Plaćanje radi sticanja svojine na nepokretnostima rezidenta u inostranstvu i nerezidenata u Republici vrši se slobodno, u skladu sa zakonom koji uređuje svojinsko pravne odnose.

2.3. Poslovi sa hartijama od vrednosti

Rezidenti - pravna lica, preduzetnici i fizička lica mogu vršiti plaćanje radi kupovine u inostranstvu vlasničkih hartija od vrednosti koje nisu direktne investicije, kao i dužničkih dugoročnih hartija od vrednosti čiji su izdavaoci države članice OECD i međunarodne finansijske organizacije.

Rezidenti mogu vršiti plaćanje radi kupovine i drugih dulšičkih dugoročnih hartija od vrednosti u inostranstvu čiji stepen rizika (rejting) i zemlju izdavaoca može propisati Narodna banka Srbije.

Rezidenti mogu vršiti plaćanje radi kupovine domaćih hartija od vrednosti koje glase na stranu valutu, a izdaju se u inostranstvu.

Narodna banka Srbije propisuje uslove, rokove i način izveštavanja o poslovima.

Nerezidenti mogu vršiti plaćanje radi kupovine u Republici dugoročnih dužničkih kao i vlasničkih hartija od vrednosti, u skladu sa zakonom koji uređuje tržište hartija od vrednosti.

Narodna banka Srbije propisuje rokove i način izveštavanja o poslovima.

Plaćanje radi kupovine stranih kratkoročnih hartija od vrednosti na stranom i domaćem tržištu vrši Narodna banka Srbije, a banke - pod uslovima i na način koji propiše Narodna banka Srbije.

Rezidenti ne mogu vršiti plaćanja radi kupovine inostranih kratkoročnih hartija od vrednosti.

Nerezidenti ne mogu vršiti plaćanja radi kupovine domaćih kratkoročnih hartija od vrednosti.

2. 4. Poslovi sa finansijskim derivatima

Plaćanje radi kupovine finansijskih derivata na organizovanom tržištu u inostranstvu mogu vršiti Narodna banka Srbije i banke.

Narodna banka Srbije propisuje bankama uslove za vršenje poslova kao i način izveštavanja.

Rezidenti, mogu vršiti plaćanje radi kupovine finansijskih derivata u inostranstvu, pod uslovima i na način koji propiše Narodna banka Srbije.

Plaćanje radi kupovine finansijskih derivata u Republici nerezidenti mogu vršiti samo pod uslovima koje propiše Narodna banka Srbije.

2.5. Poslovi sa investicionim i dobrovoljnim penzijskim fondovima

Rezidenti - društva za upravljanje investicionim i dobrovoljnim penzijskim fondovima mogu da vrše plaćanja radi ulaganja u inostranstvo, u skladu sa odredbama zakona koji uređuju poslove sa investicionim i dobrovoljnim penzijskim fondovima.

Nerezidenti mogu vršiti plaćanje radi ulaganja u investicione fondove i dobrovoljne penzijske fondove u Republici u skladu sa odredbama zakona koji uređuju poslove sa investicionim i dobrovoljnim penzijskim fondovima.

2.6. Kreditni poslovi sa inostranstvom

Kreditni poslovi se zaključuju u pismenom obliku.

Banke mogu zaključivati kreditne poslove sa inostranstvom u svoje ime i za svoj račun, u svoje ime i za tuđ račun i u tuđe ime i za tuđ račun.

Rezidenti - pravna lica mogu uzimati kredite iz inostranstva u svoje ime i za svoj račun, a rezidenti - pravna lica koja se smatraju povezanim društvima u skladu sa propisom koji uređuje osnivanje privrednih društava i u svoje ime i za tuđ račun.

Rezidenti - pravna lica mogu u svoje ime i za svoj račun odobravati nerezidentima komercijalne i robne kredite, kao i finansijske kredite pod uslovima.

Rezidenti - preduzetnici mogu u svoje ime i za svoj račun uzimati kredite iz inostranstva, a odobravati nerezidentu komercijalne i robne kredite, kao i kredite.

Kreditne poslove sa inostranstvom ne mogu zaključivati rezident - fizičko lice koje nije preduzetnik i rezident - ogranak stranog pravnog lica.

Za izvršavanje obaveza iz zaključenog ugovora o kreditnom poslu sa inostranstvom odgovoran je rezident koji zaključi ugovor, kao i rezident po čijem ovlašćenju i za čiji račun je ugovor zaključen, odnosno banka i rezident - pravno lice koje od tog rezidenta kupi potraživanje, odnosno preuzme dug prema nerezidentu po osnovu kreditnog posla sa inostranstvom.

Republika i Narodna banka Srbije ne garantuju za izvršenje obaveza po kreditnom poslu sa inostranstvom, osim u slučajevima predviđenim zakonom.

Banka, kao i rezident - pravno lice mogu kupovati od rezidenta potraživanje po osnovu kredita odobrenog nerezidentu, kao i preuzimati dug rezidenta prema nerezidentu po osnovu kreditnog posla sa inostranstvom.

Nerezidenti mogu od rezidenata kupovati potraživanja i dugovanja po osnovu kreditnih poslova sa inostranstvom samo pod uslovima i na način koji propiše Narodna banka Srbije.

Finansijski krediti uzeti iz inostranstva mogu se koristiti za plaćanje uvoza robe i usluga i finansiranje izvođenja investicionih radova u inostranstvu, koje rezidenti zaključuju u okviru obavljanja svoje delatnosti, kao i za otplatu ranije korišćenih kredita iz inostranstva (refinansiranje).

Narodna banka Srbije može utvrditi obim i uslove pod kojima banke mogu da uzmu kratkoročne oročene bankarske depozite i kratkoročne bankarske kreditne linije od stranih banaka.

Rezidenti - pravna lica mogu nerezidentima odobravati finansijske kredite iz dobiti koju rezidenti ostvare poslovanjem u inostranstvu i to pod uslovom da je nerezident - dužnik po kreditnom poslu u većinskom vlasništvu rezidenta.

Pravna lica mogu davati i jemstva po kreditnim poslovima između dva nerezidenta u inostranstvu.

Pri obavljanju kreditnih poslova sa inostranstvom, rezident - pravno lice dužno je da ugovori i od nerezidenta pribavi instrumente obezbeđenja naplate.

Narodna banka Srbije može da propšie način iuslove pod kojima banke i rezidenti - pravna lica mogu odobravati finansijske kredite nerezidentima i davati bankarske garancije i jemstva po kreditnim poslovima između dva nerezidenta u inostranstvu.

Banka može rezidentu - pravnom licu i preduzetniku odobriti kredit u devizama za plaćanje uvoza robe i usluga iz inostranstva.

Banka može rezidentu - fizičkom licu odobriti kredit u devizama radi kupovine nepokretnosti u zemlji.

Banka može odobriti nerezidentu kredit u dinarima u Republici, na način i pod uslovima koje propiše Narodna banka Srbije.

2.7. Depozitni poslovi

Banka, bez ograničenja, drži devize i na računima kod banaka u inostranstvu. Rezidenti mogu držati devize na računu kod banke u inostranstvu pod uslovima i na način koji propiše Narodna banka Srbije.

Nerezident može na računu kod banke držati devize i dinare bez ograničenja, u skladu sa ovim zakonom.

Nerezident, kao i rezident - ogranak stranog pravnog lica koji posluje preko nerezidentnog računa vrši prenos sa tog računa u inostranstvo pod uslovom da je prethodno izmirio poreske obaveze iz tog posla prema Republici.

Prenos sredstava u inostranstvo sa štednog deviznog i dinarskog računa nerezidenta kod banke vrši se slobodno.

Rezidenti - društva za osiguranje mogu da vrše plaćanja radi deponovanja i ulaganja u inostranstvo, u skladu sa odredbama zakona koji uređuje poslove osiguranja.

Rezident može plaćati premije osiguranja na osnovu ugovora o osiguranju koji je zaključen sa nerezidentom - osiguravajućim društvom, pod uslovom da je takav ugovor dozvoljen zakonom koji uređuje poslove osiguranja.

Narodna banka Srbije propisuje bliže uslove za lične i fizičke prenose sredstava plaćanja u inostranstvo i iz inostranstva.

2.8. Platni promet

Platni promet sa inostranstvom obavlja se u devizama i u dinarima preko banke.

Rezidenti platni promet sa inostranstvom obavljaju preko Narodne banke Srbije.

Banka može vršiti platni promet po kreditnim poslovima sa inostranstvom, samo na osnovu potvrde Narodne banke Srbije da je taj kreditni posao evidentiran u skladu sa propisom.

Narodna banka Srbije propisuje bliže uslove i način obavljanja platnog prometa sa inostranstvom po tekućim i kapitalnim poslovima.

Rezident može izvršiti naplatu, odnosno plaćanje i drugom nerezidentu, a ne nerezidentu kome duguje, odnosno od koga potražuje, po tekućem ili kapitalnom poslu, pod uslovom da je taj posao dozvoljen ovim zakonom.

Rezidenti i nerezidenti koriste devize za plaćanje inostranstvu, ako ovim zakonom nije drukčije određeno.

Plaćanje, naplaćivanje i prenos između rezidenata i između rezidenata i nerezidenata u Republici vrše se u dinarima.

Dozvoljenoje ugovaranje u devizama u Republici s tim što se plaćanje i naplaćivanje po tim ugovorima vrši u dinarima.

Izuzetno, plaćanje, naplaćivanje i prenos sredstava u Republici mogu se vršiti i u devizama po osnovu:

1) deviznog kreditiranja u zemlji za namene;
2) uplate depozita kao sredstva obezbeđenja;
3) kupovine potraživanja i dugovanja na osnovu ugovora;
4) premija osiguranja i prenosa po osnovu osiguranja života;
5) po osnovu prodaje i davanja u zakup nepokretnosti.

Plaćanje, naplaćivanje i prenos može se vršiti i po poslovima koji su uređeni zakonima koji uređuju tržište hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata i osiguranje depozita, kao i u drugim slučajevima propisanim zakonom.

Banka drži devize i kod druge banke, odnosno kod Narodne banke Srbije.

Rezident - pravno lice i preduzetnik drži devize na deviznom računu kod banke ili ih prodaje toj banci.

Narodna banka Srbije propisuje uslove pod kojima banke otvaraju devizne račune i način vođenja tih računa i deviznih štednih uloga rezidenata.

Visina, način obračuna i plaćanja kamate, kao i valuta u kojoj se plaćaju kamate i glavnica, utvrđuju se ugovorom između banke i rezidenta.

Rezidenti - državni organi i organizacije, korisnici budžetskih sredstava Republike, korisnici sredstava organizacija obaveznog socijalnog osiguranja i korisnici budžetskih sredstava lokalne vlasti, mogu imati devizne račune samo kod Narodne banke Srbije, osim ako posebnim zakonom ili međunarodnim ugo-

vorom nije drukčije propisano, a devize i efektivni strani novac koje ostvare u svom poslovanju mogu da prodaju Narodnoj banci Srbije.

2.9. Devizno tržište i kurs dinara

Devize i efektivni strani novac mogu se kupovati i prodavati samo na deviznom tržištu, za namene koje su dozvoljene ovim zakonom.

Kupovina i prodaja deviza i efektivnog stranog novca na deviznom tržištu u Republici vrši se:

1) neposredno:

- između banaka i rezidenata, kao i između banaka i nerezidenata;
- između banaka;
- između banaka i Narodne banke Srbije;
- između rezidenata koji imaju ovlašćenje za obavljanje menjačkih poslova i Narodne banke Srbije;
- između banaka i rezidenata koji imaju ovlašćenje za obavljanje menjačkih poslova;
- između rezidenata i Narodne banke Srbije.

2) na sastanku međubankarskog deviznog tržišta:

- između banaka;
- između banaka i Narodne banke Srbije.

Kupovinu i prodaju efektivnog stranog novca na deviznom tržištu obavlja banka, Narodna banka Srbije, kao i drugi rezidenti koji u skladu sa ovim zakonom obavljaju menjačke poslove.

Menjačke poslove mogu da obavljaju: banke, Narodna banka Srbije i rezidenti - pravna lica i preduzetnici koji imaju ovlašćenje Narodne banke Srbije.

Narodna banka Srbije propisuje uslove i način obavljanja menjačkih poslova i postupak kontrole menjačkih poslova.

Kurs dinara prema stranim valutama na deviznom tržištu formira se slobodno, u skladu sa ponudom i tražnjom deviza.

Zvanični srednji kurs dinara formira se na način utvrđen propisom Narodne banke Srbije.

Za potrebe knjigovodstva i statistike primenjuje se zvanični srednji kurs dinara.

Za obračun carine i drugih uvoznih dažbina primenjuje se zvanični srednji kurs dinara utvrđen poslednjeg radnog dana u nedelji koja prethodi nedelji u kojoj se utvrđuje iznos carine i drugih uvoznih dažbina, u skladu sa zakonom koji uređuje carine.

U slučaju nastupanja ozbiljnijih poremećaja u platnom bilansu, kada kretanje kapitala prouzrokuje ili preti da prouzrokuje ozbiljne poteškoće u sprovođenju monetarne politike i politike deviznog kursa, koje su rezultat prekomernog

priliva ili odliva kapitala iz Republike, Vlada na predlog Narodne banke Srbije može doneti sledeće zaštitne mere:

1) propisati uslove pod kojima rezident i nerezident mogu držati devize na računima kod banaka u inostranstvu ili na računima kod banaka u Republici;

2) obavezati banke da Narodnoj banci Srbije prodaju efektivni strani novac na osnovu menjačkih poslova banaka i ovlašćenih menjača;

3) ograničiti obavljanje plaćanja i naplata nastalih na osnovu obaveza i potraživanja u poslovima sa inostranstvom;

4) ograničiti prenos hartija od vrednosti, zlata i efektivnog stranog novca u Republiku i iz Republike;

5) ograničiti obavljanje transakcija sa hartijama od vrednosti između rezidenata i nerezidenata;

6) ograničiti obavljanje kreditnih poslova između rezidenata i nerezidenata;

7) ograničiti davanja garancija ili jemstava, zaloga ili drugih sredstava obezbeđenja u korist nerezidenata;

8) propisati polaganje određenog procenta deviznog depozita na račun kod Narodne banke Srbije;

9) propisati nerezidentima mogućnost plaćanja radi kupovine domaćih kratkoročnih hartija od vrednosti;

10) propisati rezidentima mogućnost plaćanja radi kupovine stranih kratkoročnih hartija od vrednosti;

11) propisati obavezu unosa dobiti rezidentima koji obavljaju privrednu delatnost u inostranstvu ukoliko se ne reinvestira u inostranstvu;

12) ograničiti kupovinu nekretnina u inostranstvu od strane rezidenta.

GLAVA SEDMA

MEĐUNARODNE MONETARNE INSTITUCIJE

"MMF insistira na fiskalnoj strogosti kao protivotrovu za sticanje investitora i stranog kapitala."
Stiglic

1. OSNIVANJE I VRSTE MEĐUNARODNIH MONETARNIH INSTITUCIJA

Međunarodne finansijske institucije osnivaju se međudržavnim ugovorom ili sporazumom većeg ili manjeg broja suverenih zemalja u cilju rešavanja razvojnih, stabilizacionih, finansijskih, monetarnih i drugih sličnih problema zemalja članica.

Potreba osnivanja međunarodnih i regionalnih finansijskih institucija koje će uticati na međunarodni monetarni i finansijski sistem, na promet proizvoda, usluga i kapitala, a naročito na sistem i tehniku međunarodnog platnog prometa i brži razvoj zemalja u razvoju, posebno se nametnula nakon Drugog svetskog rata. Od 1945. godine do danas u svetu su osnovane brojne finansijske institucije, i to:

1. **Monetarne institucije**, u okviru kojih poznajemo:
- Međunarodni monetarni fond (MMF),
- Evropski monetarni sporazum (EMS),
- Klirinške organizacije (Azijska klirinška unija, Karipska multilateralna klirinška organizacija, Centralno–američka klirinška kuća, Monetarni sporazum ekonomske zajednice Velikih jezera, Platni sistem latinoameričkog udruženja za slobodnu trgovinu, Zapadnoafrička klirinška kuća, Unija za razvoj regionalne saradnje za multilateralna plaćanja,
- Monetarne fondove (Arapski monetarni fond, Andski rezervni fond, ASEAN Swap Sporazum, Centralnoamerički monetarni stabilizacioni fond, Sporazum o finansijskoj pomoći latinoameričkog udruženja za slobodnu trgovinu),
- Monetarne unije (Centralnoafrička monetarna unija, Zapadnoafrička monetarna unija);

2. **Kreditne institucije**, u okvim kojih poznajemo:
- Međunarodnu banku za obnovu i razvoj (MBES),
- Međunarodnu finansijsku korporaciju (IFC),

- Međunarodno udruženje za razvoj (IDA),
- Multilateralnu agenciju za garantovanje investicija,
- Međunarodnu investicionu banku,
- Evropsku investicionu banku,
- Afričku banku za razvoj,
- Interameričku banku za razvoj,
- Azijsku banku za razvoj,
- Arapske kreditne institucije,
- Evropska banka za obnovu i razvoj.

Uprkos činjenici da su od 1945. godine do danas u svetu osnovane brojne međunarodne i regionalne finansijske institucije čiji je najvažniji zadatak brži razvoj zemalja članica, odnosno međunarodne ekonomije kao najizrazitijeg primera globalne uslovljenosti sveta, ostvareni stepen razvoja svetske privrede nije u skladu sa očekivanjima. Svetska privreda je i dalje opterećena problemima kao što su:

- nedovoljan rast proizvodnje i međunarodne trgovine;
- izrazita recesija koja je uslovila porast nezaposlenosti, kako u razvijenim tako još više u zemljama u razvoju;
- spor rast svetske trgovine i sve oštrije barijere protekcionizma;
- kriza dugova zemalja u razvoju;
- dominacija fluktuirajućih kurseva i relativno visokih kamatnih stopa.

Svi ovi problemi ukazuju da je potrebna međunarodna saglasnost o monetarnim i finansijskim pitanjima za promene čiji bi ciljevi bili:

- sveobuhvatne reforme postojećeg međunarodnog monetarnog i finansijskog sistema;
- efikasnije zadovoljavanje potreba razvoja i drugih finansijskih zahteva svetske privrede, posebno zemalja u razvoju i
- strukturalna prilagođavanja orijentisana na rast”.[1371]

U nemogućnosti da detaljnije elaboriramo sve finansijske institucije kao nezaobilazan činilac u funkciji međunarodnog finansiranja, mi ćemo pažnju usmeriti na, po našem mišljenju, najznačajnije, kao što su: 1) Međunarodni monetarni fond, 2) Međunarodna banka za obnovu i razvoj, 3) Međunarodna finansijska korporacija, 4) Međunarodno udruženje za razvoj, 5) Multilateralna agencija za garantovanje investicija, 6) Evropska investiciona banka, 7) Interamerička banka za razvoj, 8) Afrička banka za razvoj, 9) Azijska banka za razvoj i Evropska banka za obnovu i razvoj.

[1371] Dr M. Hanžeković: Mogućnosti i putevi osnivanja zajeđnickih finansnskih institucija zemalja u razvoju za unapređenje njihove finansijske i monetarne saradnje (Struktura svetske privrede i novi međunarodru ekonomski poredak), Informator, Zagreb, 1983, str. 47.

2. MEĐUNARODNI MONETARNI FOND

2.1. Osnivanje i ciljevi MMF

Međunarodni monetarni fond, kao novi mehanizam i devizno monetarni svetski sistem, nikao je i razvio se na ruševinarna zlatnog važenja.Poremećaji nastali kao posledica Prvog svetskog rata – označili su kraj zlatnog važenja. Sistem zlatnog važenja nije ni u razdoblju pre Velike ekonomske krize dobro funkcionisao. To je bio mehanizam liberalističke epohe kapitalizma, klasičnog laissezfairea te je i mogao pravilno funkcionisati samo u liberalističkoj epohi kapitalizma. Mehanizam zlatnog važenja je već u vreme izrastanja monopola, koncentracije i državnog dirižizma počeo nailaziti na velike teškoće. Buma vremena posle Prvog svetskog rata gurala su kapitalističke zemlje na sve izrazitiji intervencionizam i dirižizam u ekonomskim odnosima. Ove tendencije su posebno izražene posle Velike ekonomske krize. Pokušaji restauracije zlatnog važenja posle Prvog svetskog rata ostali su bezuspešni, a kriza 1929–1935. zadala mu je definitivan udarac. U nameri da se prebrode velike teškoće, nastale posle krize, najpre vodeće, a zatim i ostale zemlje, potpuno nezavisne jedna od druge, pristupaju celom nizu autarkičnih i intervenicionističkih mera, koje su konačno dovele do potpunog valutnog haosa. Masovno manipulisanje valutama, česte devalvacije karaktera valutnog dampinga, fluktuirajući kursevi i celi arsenal kvantitativnih deviznih ograničenja, praćenih obustavama plaćanja, moratorijumima, begom kapitala i gubljenjem poverenja u plaćanja – osnovna je karakteristika ovog perioda. Sve je to imalo veoma nepovoljne posledice na međunarodnu razmenu, koja i u 1938. godini nije dosegla nivo iz godina pre Velike ekonomske krize. Takva iskustva uglavnom su otkrila dve istine, i to:

- Da je neophodno da postoji jedinstven, usavršen, međunarodni monetarni sistem (kao bitna pretpostavka uspešnog odvijanja svetske trgovine i plaćanja) i
- Da novi međunarodni monetarni sistem mora uvažavati nova shvatanja i odnose u međunarodnoj privredi posle završetka Drugog svetskog rata.

Upravo poučeni teškim iskustvima posledica proteklih valutnomonetarnih prilika između dva rata, krajem Drugog svetskog rata pojavila su se četiri plana za organizaciju međunarodnog monetarnog sisterna, i to: 1) britanski, 2) američki, 3) francuski i 4) kanadski. Najveću pažnju stručne, naučne pa i političke javnosti izazvala su prva dva plana, koji su dobili imena po glavnim kreatorima: Kejnsov (J.M.Keynes) plan i Vajtov (H.D.White) plan.

Britanski ili Kejnsov plan zalagao se za stvaranje Međunarodne klirinške unije, "koja bi bila vrsta svetske banke ili ustanova za kompenzaciju, gde bi se međunarodna plaćanja susretala i uzajamno prebijala" posredstvom, za tu svrhu specijalno kreiranog novog valutnog sredstva, nazvanog bankor (bancor).Prema zamislima Kejnsa, novokreirani međunarodni medij Ibankor, ne bi se mogao

menjati za zlato, dok bi se zlatom mogao kupiti bankor. Dakle, konvertibilnost između zlata i bankora bila bi unilateralna. „U osnovi Kejnsovog plana leži zamisao da Unija, polazeći od stanja velikih deficita u platnim bilansima većeg broja zemalja članica, usklađuje te deficite s viškovima kojima su raspolagale druge zemlje i tako, putem kreditnih odnosa, održi stanje ravnoteže i zadovoljavajućih likvidnosti u međunarodnom monetarnom sistemu."[1372] Vajtova koncepcija obnove i razvoja posleratnog međunarodnog monetarnog sistema išla je, kao izraz ekonomsko–političkih interesa SAD, drugom linijom.

Vajtov plan je predviđao osnivanje Stabilizacionog fonda kao međunarodne monetarne ustanove čiji bi osnovni cilj bio održavanje stabilnosti deviznih kurseva. Valutni pariteti bi se iskazivali u međunarodnoj monetarnoj jedinici – "junitas", čija je vrednost bila 8,91 gram čistog zlata, odnosno 10 dolara. Promena pariteta kao i uvođenje mera devizne kontrole pretpostavljala je saglasnost Fonda. Sredstva Stabilizacionog fonda bi se formirala uplatama kvota, i to: u zlatu, nacionalnim valutama i hartijama od vrednosti. U slučaju deficita članice bi mogle dobiti pozajmice u zamenu za nacionalnu valutu i to do iznosa od 25% kvote u toku jedne godine, a ukupno zaduženje bi bilo ograničeno na 100% kvote.

Oba plana imala su, u krajnjem slučaju, zajednički cilj da osiguraju da dobijeni novac od prodaje robe može biti upotrebljen za kupovinu bilo koje druge robe, što je podrazumevalo da takav novac bude konvertibilan i zamenljiv za svaku drugu robu i usluge.[1373] Osnovna razlika između ova dva plana bila je u tome što se Kejns zalagao da to bude klirinški novac, a Vajt da to i dalje bude zlato. Ovakav Vajtov stav posledica je činjenice da su SAD u to vreme posedovale oko dve trećine svetskih rezervi zlata. Posle dvogodišnjih rasprava, na međunarodnoj valutnoj konferenciji, poznatoj pod imenom "Monetarna i finansijska konferencija Ujedinjenih nacija" održanoj od 1. do 22. jula 1944. godine u Bretton Woodsu (Država New Hampshire, SAD), uz izvesne modifikacije prihvaćen je Vajtov plan i doneta odluka da se osnuje Međunarodni monetarni fond – International Monetarv Fond (IMF).

Sporazum o osnivanju Međunarodnog monetarnog fonda stupio je na snagu 27. decembra 1945. godine zvaničnim potpisivanjem od strane zemalja osnivača, Fond je počeo sa radom u martu 1946. godine kada je održana prva skupština guvernera.

Naša zemlja je član Međunarodnog monetarnog fonda od njegovog osnivanja. Od prvobitne 44 članice Fonda broj zemalja se stalno povećavao tako da početkom 1995. godine u radu ove međunarodne monetarne institucije učestvuje 183 zemlje članice. Naša zemlja je sa ulogom od 425,2 miliona SPV ili 280 miliona dolara na 61 mestu. Taj iznos je i baza za nove kredite MMF

[1372] T. Đokanović, Međunarodni ekonomski odnosi – promene na pragu XXI vcka, Ekonomika i Institut ekonomskih nauka, Beograd, 1995.

[1373] Dr P. Jovanović–Gavrilović, Međunarodno poslovno finansiranje, Ekonomski fakultet Beograd, Bcograd. 1994, str. 80.

Prema odredbama Statuta osnovni ciljevi Međunarodnog monetarnog fonda su:

- Da razvija međunarodnu monetarnu saradnju putem stalne institucije, koja pruža tehničke mogućnosti za konsultacije i saradnju država na rešavanju međunarodnih monetarnih problema;
- Da pomaže ekspanziju i ravnomemo razvijanje međunarodne trgovine i da na taj način doprinese razvoju i održavanju visokog stepena zaposlenosti, realnog dohotka i razvoju proizvodnih snaga kao prvenstvenih zadataka ekonomske politike;
- Da doprinosi stabilnosti valutnih kurseva, da podržava redovne platne odnose između zemalja članica i da sprečava konkurenciju pomoću valutnih deprecijacija;
- Da pomaže uvođenje i širenje multilateralnog sistema plaćanja po tekućim transakcijama između zemalja članica i da ukida devizna ograničenja koja usporavaju razvoj svetske trgovine;
- Da pruža pomoć zemljama članicama putem raspoloživih sredstava kako bi mogle lakše da otklone poremećaje u platnom bilansu, bez upotrebe mera koje ometaju razvoj i štetno deluju na narodno i međunarodno blagostanje;
- Da skrati trajanje i smanji stepen neravnoteže u platnom bilansu zemalja članica. Postoje i drugi zadaci MMF u koje ovde nećemo šire ulaziti. Interesantno je, međutim, razmotriti pitanje pariteta valuta, koje posebno reguliše član IV Statuta Fonda.

2.2. Devizni kurs u politici fonda

Pariteti svih valuta izraženi su u zlatu ili u SAD dolarima težine i finoće na dan 1. jula 1944. godine[1374] Kursevi valuta, fiksno utvrđeni, ne mogu odstupati od utvrđenih pariteta više od plus ili minus 1%. U tom smislu svaka zemlja članica dužna je da sarađuje sa Međunarodnim monetarnim fondom radi održavanja stabilnosti utvrđenog deviznog kursa, izvršavanja deviznih sporazuma s drugim zemljama članicama i izbegavanja konkurentnih izmena deviznog kursa.

Ako se treba uspostaviti već poremećena osnovna ili fundamentalna neuravnoteženost, dozvoljena je izmena pariteta određene valute. Izmena pariteta se može izvršiti samo na ternelju predloga odnosne zemlje članice, ali po prethodnom konsultovanju sa Fondom.

Ako izmena pariteta ne prelazi 10% MMF neće stavljati prigovor. Međutim, ukoliko tražena promena kursa prelazi 10%, tada će MMF dati saglasnost za izmenu samo ako stekne uverenje da se radi o uklanjanju osnovne ili fun-

[1374] Paritet dolaraje utvrden na bazi odnosa 1 unca čistog zlata = 35 dolara. Posle građanskog rata u SAD dolar je vredeo 1,609 grama čistog zlata. Taj odnos je zadržan gotovo 50 godina. Tek 1837. godine cena zlata je povećana na 20,67 dolara, dok je ziatni „sadržaj" dolara smanjen za 6,2%. Taj odnos dolara i zlata zadržava se skoro slotinu godina – sve do 1934. godine, kada je povećana na 35 dolara za jednu finu uncu zlata, što je značilo pad vrednosti dolara prema zlatu za 69%.

damentalne neravnoteže, posebno na planu unutrašnje razvojne a socijalne politike. Ako jedna zemlja izvrši izmenu pariteta suprotno stavu Fonda tada gubi pravo da koristi sredstva Fonda, osim ako ovaj ne odluči drugačije.

Stabilnost deviznog kursa podrazumeva (i zahteva) stabilnost nacionalnih ekonomija i uravnotežene platno–bilansne odnose.

2.3. Kapital i kvote MMF

Sredstva Međunarodnog monetarnog fonda formiraju se po osnovu:

- uplata zemalja članica,
- pozajmica zemalja članica i pozajmica na privatnom tržištu kapitala.

Uplate zemalja članica kao i pozajmice zemalja članica čine osnovni izvor sredstava MMF, a pozajmice na privatnom tržištu kapitala predstavljaju dopunski vid alimentiranja Fonda.

Pored toga, od 1976. do sredine 1980. godine kao vid obezbeđenja sredstava Fonda bila je akcija prodaje zlata. „Za četiri godine, od juna 1976. do maja 1980. godine ovim prodajama (cena se kretala od 109 do 712 dolara po unci) prikupljena je suma od 4.640 miliona dolara, od koje je zemljama u razvoju direktno bilo raspoređeno 1.289 miliona dolara, a ostatak je otišao za formiranje Starateljskog fonda”.[1375]

Osnovni izvor redovnog kreditnog potencijala Međunarodnog monetarnog fonda čine kvote zemalja članica. Svaka zemlja članica dužna je prilikom stupanja u članstvo Fonda da uplati pripadajuću kvotu, i to: 25% u zlatu, a 75% u nacionalnoj valuti.

Početne kvote zemalja osnivača MMF utvrđivale su se na osnovu tzv. bretonvudske formule koja je uvažavala brojne ekonomske indikatore, kao što su: visina nacionalnog dohotka, devizne rezerve i obim spoljnotrgovinske razmene. Veličina kvote izračunata prema ovoj formuli predstavljala je zbir: (1) 90% OD 2% nacionalnog dohotka zemlje u 1940. godini (ND = Y), (2) 5% rezervi zlata i dolara na dan 1. jula 1943. godine (R), (3) 10% maksimalnih varijacija izvoza u periodti 1934–1938. godine (V), (4) 10% prosečnog uvoza u periodu 1934–1938. (M). Zbir ovih elemenata prilagođavao se promenama odnosa između izvoza (X) i nacionalnog dohotka (Y). Tako utvrđena bretonvudska formula imala je sledeći matematički izraz:

$$Q + (0.02Y + 0.05R + 0.10M + 0.10V)\,(1 + X/Y)$$ [1376]

Tokom rada Fonda pokazalo se da ova formula ne uvažava promene i pozicije pojedinih zemalja u svetskoj privredi, pa je 1962/63. izvršena revizija metoda kalkulacije kvota. Osnovna intencija revizije bila je da se manjim

[1375] M. M. Petrović: Međunarodni monetarni fond u međunarodnom monetarnom i finansijskom sistemu, Jugoslovensko bankarstvo.br. 12, 1987, str. 79.

[1376] Dr D. Jovović: Jugoslavija i Međunarodni monetarni fond, Ekonomika, Beograd, 1991. str. 20.

zemljama osigura veće učešće u kvotama IMF, pre svega putem povećanja značaja spoljnotrgovinske razmene i oscilacija u izvozu a smanjenjem značaja faktora nacionalnog dohotka i deviznih rezervi. Značajnije promene u metodu kalkulacije kvota izvršene su prilikom osme opšte revizije kvota (1982/83.), tako što je umesto nacionalnog dohotka uvedena kategorija bruto nacionalni proizvod i izvršena redefinicija agregata rezervi u smislu da monetarne rezerve zemlje čine zlato i devize, SPV, ECU i rezervna pozicija kod IMF.

Prema odredbama Statuta, Fond svakih pet godina vrši opštu reviziju kvota, dok u opravdanim siučajevima u svako doba može da razmatra izmene pojedinačnih nacionalnlli kvota na zahtev zemlje članice.

Pored opšteg (linearnog) povećanja kvota koje se odnosi na sve zemlje članice, dolazilo je i do posebnog (selektivnog) povećanja koje se primenjivalo samo na one zemlje članice čije kvote više nisu održavale njihovu ekonomsku i finansijsku snagu (npr. Japan).

Visina nacionalne kvote[1377] je veoma značajna jer predstavlja osnovicu za:

- dodelu sredstava Fonda u okviru redovnih prava vučenja,
- udeo zemlje članice u alokaciji specijalnih prava vučenja,
- određivanje pristupa članice ostalim finansijskim sredstvima Fonda,
- utvrđivanje glasačke snage zemlje članice[1378] i
- učestvovanje članice u crganizacicnim telima Ponda.

Prema odredbama Statuta, Međunarodni monetarni fond može da mobiliše potrebna sredstva i pozajmicama od članica i nečlanica kao i na privatnom tržištu kapitala. U dosadašnjem radu MMF je koristio pozajmice samo iz javnih izvora. To su bile centralne banke visokorazvijenih zemalja članica (SAD, Nemačke, Japana, Francuske, V. Britanije, Italije, Kanade, Holandije, Belgije i Švedske), jedne nečlanice (Švajcarske) i Banke za međunarodne obračune (BIS). Prve pozajmice Fondu vezane su za tzv. Opšti aranžman o pozajmicama (General Arrangements to Borrow – GAB). Ovaj aranžman je nastao početkom 60–ih godina, kada su dve vodeće valute (dolar i funta), zbog kratkoročnih transakcija, izazva te teškoće. Prema novom aranžmanu o pozajmicama (1992) deset najjačih članica MMF obavezalo se na formiranje posebnog pula u okviru Fonda u koji bi se uplatilo 24 milijarde dolara u slučaju izbijanja većih kriza – koje bi mogle da ugroze stabilnost međunarodnog monetarnog sistema.

[1377] Formula za glasačku snagu uspostavljena je u prvobitnom Statutu MMF i do danas je ostala nepromenjena. Prema odredbama čiana XLI Statuta, svaka zemlja članica ima 250 glasova i još po jedan glas na svakih 100.000 SPV uplaćenih po osnovu svoje kvote. SAD imaju 18% sredstava ukupne kvote svih Članica MMF. Jedanaesta revizija još nije izvrsena, mada postoji odluka za nju.

[1378] Godine 1962. „Grupa 10" se saglasila da osnuje „Opiti aranžman o pozajmicama (navedeno prema M.M. Petrovic": op. cit, str. 78.)

2.4. Mehanizam funkcionisanja MMF i kreditni aranžmani

U trenutku kada nastupe teškoće u plaćanjima prema inostranstvu, zemija članica podnosi zahtev Međunarodnom monetarnom fondu za pomoć. Nakon toga Fond upućuje u odnosnu zemiju svoju misiju, koja u konsuitacijama sa monetarno–kreditnim vlastima domaćina nastoji da sagleda ekonomsku situaciju i mere kojima treba da se eliminišu privremeni poremećaji u plaćanjima prema inostranstvu i uspostavi ravnoteža u platnom bilansu.

Zaključak misije Fonda, zasnovan na konsultacijama relevantnih institucija i statističkih pokazatelja, međunarodne, regionalne i nacionalne finansijske institucije i zemlje prihvataju kao objektivnu ocenu ekonomske situacije zemlje članice i na toj osnovi formiraju svoj stav i politiku prema toj zemlji.

Na osnovu zahteva i pozitivne ocene ekonomske politike, koju je sačinila misija Fonda, Odbor izvršnih direktora donosi konačnu odluku da se članici odobri prodaja tražene valute.[1379]

Kako korišćenje sredstava Fonda može da služi samo za probrođavanje kratkoročnih privremenih debalansa, to korišćenje sredstava Fonda preko 75% mora takođe biti privremeno. Svaka zemlja je stoga obavezna da od Fonda otkpljuje svoju valutu, bilo u konvertibilnoj valuti ili "specijalnim pravima vučenja".

Ovih 75% nacionalne valute treba da predstavlja stanje ravnoteže kojoj treba težiti u operacijama s Fondom. Kada je, zbog veće kupovine stranih sredstava plaćanja, ovo stanje praćeno neravnotežom, uz pojavu veće ponude domaće valute, počinje da deluje mehanizam zlata, konvertibilnih valuta i "specijalnih prava vučenja" (monetarne rezerve zemlje dužnika) koje treba da kompenzuju takvo stanje i da svojim delovanjem dovode do uspostavljanja nove ravnoteže.

Prema tome, Fond ide na uravnoteženje privremenih debalansa u bilansima plaćanja, pri čemu polazi od pretpostavke da su te ekonomike inače uravnotežene. Time se želi izbeći da domaća neuravnoteženost deluje i na intervalutarnu stabilnost. Dakle, u prvom redu treba "srediti" domaću ekonomiku i „tu stvari dovesti u red", a pre svega uravnotežiti budžet i suzbiti otvorenu inflaciju, jer od stabilnosti domaće ekonomije zavisi i stabilnost u intervalutarnim odnosima.

Ako se radi o dugoročnoj "fundamentalnoj" neravnoteži u privredi obično se pristupa izmeni pariteta (devalvaciji ili revalvaciji) valute takve zemlje.

[1379] Osnovni razlog zašto upotreba sredstava MMF nije kredit u klasičnom smislu već je taj što zemlja članice plaća ekvivalent u svojoj sopstvenoj valuti za devize koje prima (Joseph Gold, The Standby Arrangements of The International Monetary Fund. IMF, Washington, 1970, str. 49.). Ova prodaja vrši se u godišnjim tranšama od 25%. s tim da se prva tranša, koja je jednaka visini uplaćenog zlata, dobija automatski (zlatna transa). Odobravanje ovih tranši od 25% vrši se sve dotle dok ukupno potraživanje Fonda u valuti zemlje kupca ne dostigne 200% njene kvote. Budući da se tranše svake zemlje sastoje od 75% svoje nacionalne valute i 25% u SPV ili konvertibilnim valutama (dostupanja na snagu II amandmana aprila 1978. godine u zlatu ili dolarima), to znači da svaka zemlja ima pravo da od Fonda kupi 125% drugih valuta u odnosu na svoju kvotu. Svaka tranša od 25% iznad „zlatne tranše" podvrgnuta je posebnom rigoroznom postupku. Kod druge tranše Fond se postavlja dosta liberalno. Međutim, postupak je sve oštriji ako se zaduživanje zemlje članice približava gornjoj granici od 200%.

Dakle, priznavanjem mogućnosti izmene pariteta, preko devalvacije i revalvacije valuta, a radi uspostavljanja osnovne (fundamentalne) ravnoteže u privredi, upravo se ispoljava razlika pvog sistema međunarodnih plaćanja i ranijeg međunarodnog zlatnog važenja. U zlatnom važenju visina stope rasta, zaposlenost i dohodak bili su žrtvovani stabilnosti deviznog kursa, dok je jedan od osnovnih ciljeva Fonda sadržan u tome da se ostvare svi navedeni unutarnji ciljevi razvoja už uravnotežen razvoj svetske trgovine i dovoljnu ravnotežu u platnom bilansu.

Zemlja koja pretenduje na sredstva Fonda pristupa izradi stabilizacionog programa i prezentira ga Fondu u tzv. "pismu o namerama". Iako pismo o namerama suvereno donosi zemlja članica, to je ipak dokument koji u suštini sadrži "sugestije" Fonda o ekonomskoj politici koju zemlja treba da sprovodi, ako želi podršku Fonda. MMF će zemlji odobriti traženu finansijsku podršku ukoliko proceni da je prezentirani program stabilizacije adekvatan za prevazilaženje platno–bilansnih teškoća.

"Poznato je da su glavne ekonomske varijable svakog kreditnog aranžmana sa MMF–om (najčešće stand by): kreditna ekspanzija bankarskog sistema, finansiranje državnog sektora, devizni kurs, kamatna stopa, spoljna zaduženost, trgovinska i devizna ograničenja, opšti nivo cena i monetarne rezerve, kao elementi stabilizacionog programa. Kada se ove varijable u pregovorima sa MMF–om kvantitativno limitiraju, one postaju tzv. kriterijumi izvršenja (performance criteria) programa stabilizacije."

Osnovni kriterijumi izvršenja su:

1. Limitiranje kredita banaka (na nivou centralne banke i bankarskog sistema), kako bi se uticalo na nivo novčane mase i platežno sposobnu tražnju;
2. Smanjivanje potrošnje javnog sektora;
3. Politika kamatnih stopa – traži da kamate budu realno pozitivne, međunarodno konkurentne, kako bi se stimulisao priliv kapitala, povećala domaća štednja i smanjila previsoka investiciona potrošnja;
4. Devalvacija valute – to je. redovan zahtev MMF–a za izravnavanje domaćih i stranih cena, čime bi se postigli kratkoročni pozitivni efekti na platni bilans;
5. Korekcija cena – MMF traži njihovo tržišno delovanje (odlučno je protiv njihovog zamrzavanja);
6. Kvantitativno limitiranje dodatnog inostranog zaduživanja;
7. Potreban nivo državnih rezervi – ovaj i prethodni kriterijum treba da uspostave narušenu kreditnu sposobnost zemlje članice;
8. Izjava da se neće uvoditi nova trgovinska i platna ograničenja kako bi se ostvarila slobodna cirkulacija robnih i finansijskih transakcija."[1380]

Kao izraz povećanja kreditnog potencijala i još više naraslih potreba zemalja članica, obogaćen je finansijski mehanizam Međunarodnog monetarnog fonda.

[1380] Dr D. Jovović: Jugoslavlja i međunarodni monetarni fond - Kako obezbediti članstvo i inostrani kapital –Financing, Novi Sad, br. 3.1995, str. 35.

Pored "običnih pozajmica", zemlje članice mogu koristiti i standby kredite li kredite u pripravnosti. Standby kredit predstavlja posebnu formu kredita koji Fond odobrava članicama za koje pretpostavlja da bi u skoroj budućnosti mogla imati teškoća u plaćanjima prema inostranstvu.

Tokum šezdesetih, a naročito u drugoj polovini sedamdesetih i osamdesetih godina, došlo je do uvođenja više novih finansijskih mehanizama:

- Olakšice za kompenzatorno finansiranje (compensatory financing facility 1963.)
- Olakšice za finansiranje tampon zaliha (buffer stock financing facility – 1969.)
- Proširene fondove olakšice (extended Fund facility – 1974.)
- Naftne olakšice (oil facility – 1974. i 1975.)
- Starateljski fond (Trust Fund – 1976.)
- Dodatne finansijske olakšice (supplementary financing facility – 1979.)
- Politika uvećanog pristupa (enlarged access policy – 1981.)
- Olakšice za strukturno prilagođavanje (structural adjustment facility – 1986.)
- Povećane olakšice za strukturno prilagođavanje (enhanced stmctural adjustment facility – 1987.)
- Olakšice za kompenzatorno finansiranje i nepredvidive slučajeve (compensatory and contingency financing facility – 1988).

Uvođenje novih finansijskih mehanizama, iako su mnogi bili kratkog veka, omogućilo je nekim članicama da povećaju svaju zaduženost prema Fondu i do " 900% svoje kvote.

Međunarodni monetarni krediti, fond je do sada odobrio preko 200 milijardi dolara kredita, čime je značajno doprineo otklanjanju, i platno–bilansnih teškoća članica, posebno zemalja u razvoju. Međutim, osnovni problem je nedovoljnost sredstava MMF nasuprot sve većih potreba deficitarnih i prezaduženih zemalja članica. Postavlja se hitan zahtev za povećanje sredstava Fonda. Istovremeno se i svetski monetarni sistem nalazi u krizi – koja se širi i na druge delove: međunarodnu trgovinu, kretanje kapitala i sistem finansiranja. Rasprave se vode na nužnosti reforme MMF, povećanje sredstava, mehanizam delovanja, smanjenje dominacije SAD u odlučivanju. Traži se i radikalna reforma MMF, ali i utvrđivanje pravila za regulisanje tokova kapitala, jačanje koordinacije između vodećih zemalja Članica u stabilizaciji kurseva, stabilizacionoj politici, povećanju uloge komercijalnih banaka i dr., ali i u procesu strukturnog prilagođavanja. (Orijentisanog na privredni rast.) Istovremeno postavljen je i problem rešavanja dugova da bi se smanjio teret zaduženosti zemalja u razvoju, uz istovremeni porast proizvodnje, zaposlenosti, štednje, izvoza i investicija.

3. MEĐUNARODNA MONETARNA KRIZA I FORMIRANJE SPECIJALNIH PRAVA VUČENJA

3.1. Formiranje specijalnih prava vučenja

Svetski monetarni sistem već davno proživljava krizu, zbog zaoštravanja problema međunarodne valutne likvidnosti i hroničnog nedostatka zlatno–deviznih rezervi za potrebe međunarodnih plaćanja. Problem je pojačan delevanjem dvaju faktora:

- izmena kvalitete strukture monetarnih rezerva, uz stalno smanjivanje udela zlata u rezervama, te uz odgovarajuće povećanje rezervnih valuta (dolara i funte) – čije su pozicije slabile paralelno s porastom hroničnog deficita platnog bilansa SAD i V. Britanije i razvojem inflacije u tim zemljama.[1381]
- Javio se i problem neravnornerne raspodele likviđnih sredstava po pojedinim zemljama i regionima, s koncentracijom rezervi u samo nekoliko najrazvijenijih kapitalističkih' zemalja (SAD, Nemačka i Japan).

Isto tako, zlato je ograničeno kao monetarni metal – sve se manje proizvodi i nestabilno je u pogledu cena (službene i tržišne), pa je redovno nedovoljno za formiranje sve većih potreba međunarodne likvidnosti

Kad su poznati događaji, posebno početkom 1968. (dužnička kriza) doneli svetski monetarni sistem na ivicu sloma, hitno su se morala zatražiti nova rešenja za ublažavanje oskudice međunarodnih likvidnih sredstava, s jedne strane, i "podržavanje" dolara kao rezervne valute sveta, s dnige.

Na sastanku "Kluba desetorice" u Stokholmu 1968. donesena je odluka o uvođenju "specijalnih prava vučenja" (SDR – Special Drawing Rights), što znači da se pristupilo stvaranju knjigovodstvencg novca, papirnih certifikata, koji treba da u osnovnoj funkciji zamene zlato ("papirno zlato").[1382]

Na godišnjoj skupštini MMF u Washingtonu, u septembru 1969. godine, donesena je odluka o početku emisije specijalnih prava vučenja u visini od 9,5 milijardi jedinica.

Prema mnogim ocenama, uspostavljanje "specijalnih mera vučenja" predstavlja najkrupniji korak u razvoju međunarodnog monetarnog sistema posle

[1381] Osnovni uzroci deficita platnog bilansa SAD su usporen rast izvoza i brz rast uvoza, posebno vezant za rast cena nafte na svetskom trlištu i sve veći rast cena (inflacija) na domaćem tržištu. U poslednjih pet godina uvoz nafte je fizički povećan ža 80%, od 5 milijardi dolara na 45 milijardi dolara u 1977. godini (što predstavlja trećinu ukupnpg uvoza). International Currency Review, Vol, 10, No. 6,1978, str. 44.

[1382] Već na godišnjoj skupštini MMF, održanoj 1967. godine u Rio de Janeiru, donesena je načelna odluka o stvaranju novog mehanizma u okviru Fonda kojim će se, u slučaju potrebe, moći regulisati kreiranje i mehanizam „specijalnih prava vučenja".

konferencije u Bretton – Woodsu na kojoj su stvoreni MMF i Međunarodna banka za obnovu i razvoj.[1383]

3.2. Učesnici sistema specijalnih prava vučenja

U sistem "specijalnih prava vučenja" mogu se uključiti sve zemlje članice MMF, pod uslovom da udovolje određenim propozicijama. Svaka zemlja članica mora deponovati kod MMF izjavu kojom prihvata sve obaveze učesnika u ovom sistemu. Postoje dva bitna uslova koja određena zemlja treba ispuniti da bi mogla postati član sistema "specijalnih prava vučenja": 1) Da je članica MMF i 2) Da je spremna prihvatiti određene obaveze koje proističu iz članstva u ovom sistemu.[1384]

Obaveze se odnose na dobrovoljno prihvatanje svih uslova, kojima je regulisan sistem "specijalnih prava vučenja, a posebno da svaka zemlja, po određenoj proceduri, mora primati transfer specijalnih prava vučenja od deviznog učesnika, koji ima platno–bilansni deficit. Bez ovog prihvatanja, sistem "specijalnih prava vučenja" ne bi mogao funkcionisati. Od bivših socijalističkih zemalja, osim Jugoslavije, članice MMF su i Rumunija (od 1972.), Vijetnam, a od 1980. godine i NR Kina.

3.3. Regulisanje specijalnih prava vučenja

"Specijalnih prava vučenja" namenjena su isključivo za regulisanje platnih debalansa zemalja članica ovog mehanizma.

"Osnovni cilj mehanizma specijalnih prava vučenja sastoji se u tome da se na dugi rok dopunjuju postojeća sredstva međunarodnih rezervi, ako se i kada se pojavi globalni nedostatak sredstava."[1385] Regulisanjem visine "specijalnih prava vučenja" reguliše se visina međunarodnih sredstava plaćanja, ali i struktura ovih rezervi.

Kreiranje i poništavanje "specijalnih prava vučenja" vrši se u principu u roku od svakih pet godina. Ovi periodi zovu se bazični periodi. Prilikom donošenja odluke o kreiranju ili poništavanju "specijalnih prava vučenja" za svaki bazični period, određuje se i njihova dinamika korišćenja.[1386]

Ako se u određenom bazičnom periodu donese odluka o kreiranju 10 milijardi jedinica (jedna jedinica je u početku bila jednaka vrednosti američkog

---

[1383] Videti: dr M. Ćirović: Sistem specijalnih prava vučenja, Međunarodni problemi. br. 4,1968, slr. 69. i dr S. Komazec: Reforma specijalnih prava vučenja i međunarodni monetami sistem. Poduzeće – banka, Zagreb, br. 6,1912.

[1384] Dr S. Komazec: Reforma „specijalnih prava vucenja" i međunarodni monetarni sistem, Poduzeće–banka, Zagreb, 1972. br. 6.

[1385] Dr M. Ćirović, op. cit., str. 71.

[1386] Petogodišnji period u regulisanju specijainih prava vučenjaje u potpunosti podešen s politikom MMF da svakih pet godina pristupa revidiranju kvota svih zemalja članica koje formiraju finansijski potencijal Fonda.

dolara iz godine 1969, ali uz "zlatnu klauzulu", dakle nepromenjene vrednosti)[1387] istovremeno se donosi plan dinamike "vučenja", npr. svake godine na 3 milijarde ili različito po godinama.

"Specijalna prava vučenja" se ne zamenjuju za zlato, mada je obračunska jedinica – po kojoj vrši obračun SPV – određena u zlatu od 0,888671 grama čistog zlata.

U sistemu "specijalnih prava vučenja" u početku je bila ugrađena zlatna klauzula, u iznosu od 0,888671 grama čistog zlata. To je bila garancija nepromenjivog pariteta jedinice SPV. Već danas, nakon dve provedene devalvacije dolara od 1968–1972, zlatni paritet jedinice SPV se ne poklapa sa zlatnim paritetom dolara, mada se prilikom osnivanja 1968. godine potpuno poklapao. Dolar je devalvirao najpre za 7,89%, pa je cena zlata u dolarima povećana od 35 na 38 dolara za jednu finu uncu, a zlatni je sadržaj dolara smanjen na 0,818513 grama čistog zlata, dok.je zlatni sadržaj "specijalnih prava vučenja" ostao isti.

Dakle, danas 1 SPV vredi 1,35 dolara. Odluka o korišćenju ili poništenju, kao i odluka o povećanju ili smanjenju "specijalnih prava vučenja", može se doneti samo na osnovu kvalifikovane većine od 85% ukupnog broja članica ovog sistema. To, zapravo, znači da zemlje koje imaju 15% ukupnog broja glasova – imaju pravo veta. U postojećoj strukturi sredstava to znači da se odluke o kreiranju ili povlačenju "specijalnih prava vučenja" ne mogu doneti bez SAD, koje imaju 22% svih glasova i zemalja EEZ/EU koje imaju nešto preko 16% glasova. Svaka zemlja u Fondu ima 250 baznih glasova, uvećano za jedan glas na svakih 100.000 dolara kvote.[1388]

3.4. Transakcije specijalnim pravima vučenja

"Specijalna prava vučenja" nisu nikakvo pravo zlatno osiguranje, niti su pokrivena bilo kakvim drugim realnim vrednostima. Jedinica SPV nije neposredno služila kao definitivni novac u međunarodnim plaćanjima, već je zemljama s deficitima platnog bilansa služila kao pravo na osnovu kojeg su kod MMF mogle koristiti određenu konvertibilnu valutu.

Iznos "specijalnih prava vučenja" raspodeljuje se u bazičnom periodu prema visini nacionalnih kvota MMF. Visina kvote Jugoslavije iznosi 150 miliona dolara, što iznosi u odnosu na tadašnju visinu ukupne kvote od 21.161 miliona, oko 0,7%.

To znači da naša zemlja participira u svakoj raspodeli "specijalnih prava vučenja" sa 0,7%.

[1387] Dr S. Komazec, op. cit., str. 14.

[1388] Svaka zemlja članica MMF ima svoju kvotu izraženu u SPV, rezervnoj aktivi i obračunskoj jedinki MMF. Kvota odražava snagu nacionalne ekonomije, određuje glasačku snagu, ali i omogućava pristup sredstvima MMF. Glavne varijable za određivanje kvote su: I)Visina BDP, 2) Zvanične monetarne rezerve i 3) Transakcije tekućeg platnog bilansa.

Pretpostavimo da je ukupno kreiranje "specijalnih prava vučenja" u prvom periodu 10 milijardi jedinica, u drugom 10 milijardi, dok u trećem nema ni kreiranja ni povlačenja "specijalnih prava vučenja". Jugoslovensko vučenje, na bazi učešća od 0,7%, u prvom bazičnom periodu iznosi 70 miliona jedinica, drugom 70 miliona, u trećem nema promena.

Neto kumulativna alokacija iznosi na kraju svakog baznog perioda 70 miliona jedinica, 140 miliona jedinica i 140 miliona jedinica. Ako se u četvrtom baznom periodu donose odluke o povlačenju 25% vrednosti neto kumulativne alokacije, to znači da će se od Jugoslavije povući 35 miliona jedinica, tako da će na kraju četvrtog baznog perioda iznositi 105 miliona jedinica.

U ukupnom kreiranju "specijalnim pravima vučenja", odlučujuće mesto zauzimaju razvijene industrijske zemlje. To se vidi iz sledećeg pregleda.

PRVA VISINA KVOTE I GLASOVI "KLUBA DESETORICE"[1389]
– iznosi u milionima dolara –

	Kvota	Struktura u %	Glasovi	Struktura u %
SAD	5.160	24,4	51.850	22,0
V. Britanija	2.440	11,5	24.650	10,5
SR Nemačka	1.200	5,7	12.250	5,2
Francuska	985	4,7	10.100	4,3
Kanada	740	3,5	7.650	3,2
Japan	725	3.4	7.500	3,2
Italija	625	3,0	6.500	2,9
Nizozemska	520	2,5	5.450	2,3
Belgija	422	2,0	4.470	2,0
Švedska	225	1,0	2.500	1,1
Svega razvijeni	13.042	61,7	132.920	56,4
UKUPNO MMF	21.161	100.0	235.000	100.0

"Klub desetorice" raspolaže s oko 62% svih kvota, s tim da ove zemlje raspolažu s preko 56% svih glasova kod MMF. Na već navedenom zasedanju

[1389] Izvor: International Finantial Statistics, IX – 1968, str. 2–3, IMF, Annual Report 1968, prliog u .str. 175–177.

MMF u Washingtonu (1969.) donesena je odluka o emisiji 9,5 milijardi jedinica "specijalnih prava vučenja". Emisija se izvršila početkom 1970. godine 3,5 milijardi, 1971. i 1972. po 3 milijarde jedinica. Na osnovi ukupnog iznosa kvota zemalja članica MMF u 1970. godini, svakoj je bilo dodeljeno SPV u visini od 16,2% njene kvote u MMF, prema stanju na kraju 1969. godine. Visina raspoređenih prava vučenja za tu godinu među 104 zemlje iznosila je 3.414 miliona dolara. Početkom 1971. MMF je izvršio drugu raspodelu u SPV u visini od 2.949 miliona dolara među 109 učesnica. Svaka zemlja je dobila 10,7% svoje kvote.

MMF je izvršio i treću raspodelu SPV među 112 zemalja članica sa sumom od 2.951 miliona dolara. Tada se prvi put MMF suzdržao da ove iznose navede u dolarima, već u jedinicama "specijalnih prava vučenja". Posle treće raspodele "specijalnih prava vučenja" medunarodna likvidna sredstva su povećana za 7% ukupnog iznosa zlatno–valutnih rezervi, što čini oko 23% iznosa uvoza. Udeo zlata u rezervama se smanjio. Budući da su upravo 1970,1971,1972. godina bile godine visokih deficita platnog bilansa SAD, čime je nastao veliki porast međunarodne likvidnosti po toj osnovi, uz pojavu obustave konvertibilnosti dolara u zlato i dve devalvacije dolara, to je obustavljena daljnja emisija SPV u 1973. godini.[1390]

Osnovna namena korišćenja "specijalnih prava vučenja" sastoji se u finansiranju deficita platnog bilansa zemlje učesnice u ovom sistemu. Kada zemlja ima deficit u platnom bilansu, ona može bez odobrenja Fonda, automatski, koristiti raspoložive odnose svog dela kvote "specijalnih prava vučenja". Svaki učesnik je ovlašćen da puni ili samo delimičan iznos svog platno–bilansnog deficita finansira "specijalnim pravima vučenja", čak i deficite nastale zbog kretanja kapitala.

Postoji i određena specijalna namena upotrebe ovog "vučenja". Radi se o mogućnosti kupovine vlastite valute (obično se odnosi na zemlje "rezervnih valuta" sveta SAD i V. Britanije) za "specijalna prava vučenja". Ako jedna zemlja ima "viškove" dolara, ili potraživanja, ona može tražiti konverziju dolara u zlato. No, to bi dovelo do odliva zlata iz monetarnih rezervi SAD i potenciralo nepoverenje u stabilnost dolara. Da se to ne bi desilo, SAD mogu transferisati jedan deo svojih "specijalnih prava vučenja" na takvu zemlju, uz odgovarajući ,"Otkup" svoje nacionalne valute, čime smanjuje pritisak na svoju valutu. To vodi stabilizaciji međunarodnog monetarnog sistema, i to putem stabilizacije rezervnih valuta.

SAD su koristile "specijalna prava vučenja" uglavnom za pokriće svojih dolarskih obaveza prema zapadno–evropskim zemljama, koje su naglo porasle zbog hroničnog i rastućeg deficita platnog bilansa. To znači da SAD, u sporazumu

[1390] Vidi: dr S. Komazec: Reforma specijalnih prava vučenja" i problemi međunarodne likvidnosti. Poduzeće–banka, Zagreb, br. 8, 1973. To je poznati Smitsonijanski sporazum, zaključen 18.12.1971. godine u Washingtonu, kojim je ukinuta konvertibilnost dolara u zlato, uz istovremeno povećanje marže fluktuiranja deviznih kurseva sa +–1 % na +– 2,25%, odnosno ukuplno 4,5% u odnosu na centralni paritet.

s drugim zemljama, mogu kod njih nabaviti dolare u zamenu za "specijalna prava vučenja", a u svrhu smanjenja svoje inostrane dolarske zaduženosti (ovo je ostvareno delimično 1970. u visini od 90 miliona dolara, a u periodu razbuktale valutne krize 1971. čak 650 miliona dolara). Ovim se pravom koristila i V. Britanija, kad je otkupila od SR Nemačke za svoja „specijalna prava vučenja" svoja sterlinška sredstva (obaveze) u visini od 20 miliona dolara.

Fond ne garantuje zamenu SPV za dolare, već samo daje mogućnost da se takve transakcije obave. To znači da učesnik ovog sistema ne može tražiti konvertovanje SPV u zlato ili u rezervne valute.[1391] Operacije "specijalnih prava vučenja" vrše se u okviru MMF. Ako jedna zemlja s deficitom želi da koristi SPV za pokriće svog deficita, MMF određuje zemlje koje su obavezne da prime SPV od takve zemlje. Obično se Fond pri tome rukovodi principom da takve zemlje imaju dovoljno sređenu platnobilansnu situaciju i solidne devizne rezerve, mada se mogu odrediti i zemlje s umerenim deficitom i slabim deviznim rezervama. U određivanju zemalja koje su obavezne da daju svoju konvertibilnu valutu drugim učesnicama mehanizma SPV, MMF će davati prioritet onim zemljama kojima je neophodno da obnove svoje iznose SPV na svojim specijalnim računima kod MMF, bez obzira da li imaju aktivni ili pasivni saldo platnog bilansa ili čvrstu poziciju u pogledu monetarnih rezervi.

"Specijalna prava vučenja" s indirektnim transferom ublažavaju platho–bilansne probleme zemalja učesnica. Zemlja s deficitom' može preneti svoje SPV na drugu članicu s jakim deviznim sredstvima, s tim da ova daje prvoj konvertibilna sredstva u ekvivalentnom iznosu prenesenih joj SPV. Odliv SPV kompenzovan je prilivom konvertibilnih deviznih sredstava, što olakšava ili "leči" platno–bilansni problem prve zemlje. Od 1981. godine u "korpu" ulazi svega pet najznačajnijih valuta sveta, Međunarodni monetarni fond dnevno izračunava odnos SPV prema svakoj valuti, uzimajući u obzir dnevni kurs svake valute koji fluktuira, kao i količinsko učešće svake valute u "korpi".

Nova jedinica SPV nije efektivni novac, jer se i dalje efektivna plaćanja vrše u nacionalnim jedinicama – na temelju njihovog pariteta prema jedinici SPV. Specijalna prava vučenja predstavljaju obračunsku jedinicu, stvorenu od strane jedne međunarodne finansijske institucije, te zbog toga imaju više prednosti u zaštiti od kursnih rizika u odnosu na sve ostale novčane jedinice, kao i u odnosu na zlato. Napuštanjem zlata kao monetarne podloge uloga SPV treba da sve više raste u međunarodnom monetarnom sistemu.

Da bi mehanizam transfera "specijalnih prava vučenja" bio do kraja jasan, koristimo jednu ilustraciju koju je dao Švajcer (Schweitzer). Pretpostavimo da zemlja A raspolaže "specijalnim pravima vučenja", u vrednosti od 10 miliona do-

[1391] Kvota SRJ iznosi 335 miliona SPV (što čini 36,5%) od ukupne kvote bivše SFRJ (918 miliona, sa 3.600 glasova ili 0.33% svih glasova MMF. Hrvatska je dakle 28,5%, Slovenija 16,4%, BiH 13,2% i Makedonija 5,4%. Nakon jedanaeste revizije kvota Jugoslavija će imati 468 miliona SPV, što čini 0,22% ukupne kvote MMF

lara, i da želi da koristi polovinu tog iznosa za finansiranje svog platno–bilansnog deficita. Zemlja A se obraća Fondu i pita na koje učesnike može da transferiše "specijalna prava vučenja" u vrednosti od 5 miliona dolara, da bi od njih dobila ekvivalentan iznos u konvertibilnim devizama. Pretpostavimo da Fond sa svoje liste zemalja s jakim platnim bilansom i rezervnom pozicijom odredi da u konkretnom slučaju Nemačka i Italija treba da stave u jednakim iznosima konvertibilna devizna sredstva zemlji A u zamenu za "specijalna prava vučenja". U tom slučaju Fond obaveštava Nemačku i Italiju da im je na računu odobrio "specijalna prava vučenja" u protivvrednosti od 2,5 miliona dolara. U isto vreme Fond zadužuje zemlju A za iznos "specijalnih prava vučenja" u protivvrednosti od 5 miliona dolara – pretvorena u konvertibilna devizna sredstva, koja zemlja A slobodno može da koristi za navedenu svrhu. S druge strane, Nemačka i Italija su povećale svoje pozicije "specijalnih prava vučenja" u protivvredriosti od 2,5 miliona dolara svaka, s tim što su ekvivalentne iznose u svojim konvertibilnim . valutama stavile na raspolaganje zemlji A.[1392]

Do koje granice (limita) su zemlje – članice obavezne da povećaju svoje holdinge "specijalnih prava vučenja", odnosno do kog minimalnog nivoa mogu pasti? Gornji limit je utvrđen u početku na 200%, a kasnije na 300% kumulativne alokacije. Kada jedna zemlja postigne gornji limit, Fond nema više prava da drugim zemljama stavlja na raspolaganje njezinu valutu, odnosno da prihvata SPV koli stavlja na raspolaganje preko MMF zemlje – članice s platno–bilansnim deficitom.[1393]

Svaki član ima pravo, naravno ukoliko to želi, da akumulira SPV i iznad gornjeg limita.[1394] Što se tiče minimuma holdinga SPV, predviđeno je da prosečno neto korišćenje "specijalnih prava vučenja" svakog učesnika ne sme da pređe 70% neto kumulativne alokacije svake zemlje. Zemlja može privremeno da koristi i svih 100% "specijalnih prava vučenja" za finansiranje deficita svog platnog bilansa, ali je obavezna da u petogodišnjem baznom periodu drži najmanje 30% SPV na posebnom računu kod MMF. Time se želi održati piatno–bilansna disciplina zemaija članica i optimaino korišćenje "specijalnih prava vučenja".

[1392] Pierre Paut Schweitzer: Proposed Amendruobt of Funds Articles of Ogriment, IF. News Surevey, 3. V 1968. prema dr M. Ćirović, cit. rad. str. 80–81).

[1393] Sve operacije sa specijalnim pravima vučenja mogu se vršiti samo preko centralnih banaka zemalja članica. Ona se ne mogu koristiti u poslovima privatnih lica ili organizacija.

[1394] Pojedine zemlje su pokazale tendcnciju ka manjem akumuliranju specijalnih prava vučenja na svojim računima kod MMF. Glavne industrijske zemlje. koje su prema odredbama MMF obavezne da daju konvertibilnu valutu drugim učesnicima, primajući od njih ekvivalent u SPV u okviru 300% iznosa koji im je određen, imaju na svojim računima uglavnom od 106–108% (Austrija 118%, Nemačka 121%, Kanada 133%).

4. EVROPSKI MONETARNI SISTEM

4.1. Motivi formiranja evropskog monetarnog sistema

Ekonomska i monetarna unija kao institucija i kao ideja monetarne i fiskalne integracije zapadno–evropskih država javlja se 1969. godine.[1395] Integracija je trebala da ima sve karakteristike monetarne unije, a to znači formiranje jedinstvene zajedničke valute, jedne centralne banke, punu koordinaciju nacionalnih ekonomskih politika, koja je uključivala jedinstvenu monetarnu i fiskalnu politiku. Međutim, umesto monetarne unije, zbog sukoba nacionalnih interesa i nedovoljne integrisanosti EEZ, ali i nespremnosti da se odreknu monetarnog i ekonomskog suvereniteta, ove države su formirale evropski monetarni sistem (EMS), kao instituciju od nadnacionalnog značaja. Evropski monetarni sistem osnovan je krajem 1978. godine, a počeo je da funkcioniše marta 1979. godine.

Evropski monetarni sistem kao nova monetarna institucija uglavnom zapadnoevropskih zemalja (odlukom Evropskog saveta, čiji su članovi šefovi država ili vlada članica EZ), a predstavlja novi pokušaj stvaranja monetarne integracije u obliku monetarne unije više zemalja, te je zbog toga nazvan "super zmija" (pored stvaranja veće ekonomske i industrijske kohezije i posebnog političkog tela u obliku Evropskog parlamenta). Evropski monetarni sistem je, dakle, izrastao iz procesa zapadnoevropske integracije više zemalja. Izvan ovog sistema ostala je, za sada, samo V. Britanija. To je direktna posledica višegodišnjih napora za sve većom koordinacijom ekonomske i monetarne politike i pokušaj stvaranja ekonomske unije ovih zemalja i ostalog sveta. Osnovni cilj EMS je stabilizacija intervalutarnih odnosa u okvim EEZ, kao i između te grupacije i ostalog sveta. Evropski monetarni sistem ima važnu ulogu u stvaranju jedinstvenog tržišta u okviro EEZ. Takva unija imala bi sledeće opšte karakteristike:[1396]

1. Fiksni uzajammi pariteti valuta zemalja članica i ejihova slobodna konvertibilnost, odnosno stvaranje jedne zajedničke valute u sklopu nove "zone

[1395] Ideja o monetarnoj uniji zemalja EEZ javila se u Hagu 1969. na sastanku šefova država ovih zemalja. Ideja je trebala da se realizuje početkom 1980. godine formiranjem monetarne unije zemalja EEZ. Veliki značaj u tome imala je i činjenica da je DEM imala specifičan položaj prema dolaru, ali i u okviru EEZ. Ukidanjem dolarskog standarda i veze dolara sa zlatom 1971. godine dolazi do „poplave" dolara na novčanim i deviznim tržištima Evrope. Nemačka je uglavnom apsorbovala najveći deo tih dolara „štiteći" dolar od podcenjenosti, odnosno DEM od precenjenosti. Intervencijama na deviznom tržištu Nemačka je „uvozila" inflaciju, uz stalnu revalvaciju marke. Aprecijacija marke ugrožavala je vitalne interese Nemačke a pre svega izvoz, proizvodnju i zaposlenost. Nemačkoj je trebao monetarni sistem zatvorenog tipa kojim bi se izolovala od nepovoljnog delovanja fluktuirajućeg kursa i pada dolara. Osnivanje bloka evropskih valuta i EMS je izraz tih napora.

[1396] Na sastanku Evropskog saveta, održanom u Briselu 4–5. decembra 1978. usvojeni su osnovni dokumenti evropskog monetarnog sistema, a početak rada je predviđen za januar 1979. godine. Početak rada EMS odgođen je zbog neslaganja Nemačke i Francuske, glavnih članica, pre svega, oko položaja i razvoja poljoprivrede i cena poljoprivrednih proizvoda. Evropski monetarni sistem počeo je sa radom 13.3.1979. godine, ali bez učešća V. Britanije.

monetarne stabilnosti". To u sebi implicira prelaz s potafiksnih na fiksne devizne kurseve;

2. Jedinstvena monetarno–kreditna politika i zajednička politika prema ostalom svetu, što znači postepsni prelaz s do sada autonomno vođenih nacionalnih monetarnih politika na regionalnu monetarnu politiku;
3. Unificirana politika na tržištu kapitala;
4. Usaglašavanje svih mera i koordinacija u vođenju budžetske politike zemalja članica;
5. Centralizacija vođenja celokupne ekonomske politike i sve veća njihova koordinacija.

Bazu novog sistema čine relativno čvrsti uzajamni kursevi valuta i nova valutna jedinica (ECU – European Currency Unit).

Mehanizam Evropskog monetarnog sistema sačinjavaju:

- Evropska valutna jedinica (ECU),
- Mehanizam intervencija na deviznom tržištu,
- Kreditni aranžmani.

4.2. Evropska valutna jedinica

Evropska valutna jedinica je osnova celokupnog evropskog monetarnog sistema. Nova monetarna jedinica treba da služi za:

1. Određivanje centralnog kursa svake valute, a preko toga i međusobnih odnosa svih valuta u sistemu,
2. Ova jedinica postaje pokazatelj potrebne intervencije na deviznom tržištu i korektivnih mera u ekonomskoj politici zemalja članica,
3. Evropska monetarna jedinica postaje sredstvo obračuna između centralnih banaka u kreditnim operacijama,
4. Radi se o relativno fiksnom paritetu i stabilnosti međusobnih odnosa valuta.

Evropska monetarna jedinica se sastoji iz "korpe valuta" u koju su ušle nacionalne novčane jedinice EEZ, bez obzira da li su članice EMS. Kriterije za ucešće u "korpi" je visina bruto društvenog proizvoda, učešće u svetskoj trgovini i u trgovini unutar EEZ.

Vrednost ECU prema dolaru i valutama zemalja članica izračunava se svakodnevno. Odnosi se objavljuju. Tako je krajem 1997. vrednost dolara bila 0,926 ECU. Vrednost ECU je određena na principu "korpe valuta", odnosno koktel valuta.

Odnos pojedine valute i ECU izračunava se na način da svaka jedinica u sastavu ECU pomnoži kursom te valute prema valuti koju izračunavamo, a zatim se rezultati saberu. Ovde smo uzeli za primer dem. Sporazumom o EMS prihvaćeno je da se vrednost košare valuta menja svakih pet godina. Posle usvajanja

nove jedinice, ona je vredela 0.97 SPV ili 1.31 dolara.[1397] Identično, kao i kod SPV, vrednost će se menjati u zavisnosti od uzajamnih promena pariteta valuta. Budući da su paritetni kursevi fiksni, njihove promene su moguće samo u slučaju da dođe do:

- Izmene ekonomske situacije unutar privrede jedne zemlje članice EMS,
- Ako dođe do takvog pritiska na kurs određene valute, da je neophodna promena pariteta (devalvacija ili revalvacija u slučaju trajnih i ozbiljnih poremećaja u platnom bilansu).

Dominantnu poziciju u jedinici ECU imaju nemačka marka i francuski franak (32,9%, odnosno 19,9%; ukupno 52,8%). Time će i promene vrednosti tih valuta imati najveći uticaj na promene vrednosti ECU. Revizija učešća u jedinici vrši se svakih pet godina ili na zahtev neke od zemalja članica (kada se učešće neke članice promeni za preko 25%).

4.3. Mehanizam intervencija na deviznim tržištima i deviznim kursevima

Promene kurseva nacionalnih jedinica dozvoljene su za ± 2,25%, a u zemljama van "monetarne zmije" oscliacija je proširena na ± 6%. Međutim, ovde je uveden institut prethodnog upozorenja za svaku valutu koja značajno osciluje. Mehanizam prethodnog upozorenja treba blagovremeno da upozori monetarne vlasti zemlje članice da s njenom valutom nešto nije u redu, da joj preti veća promena pariteta. Upozorenje treba da se javi pre nego što takva valuta dospe na gornju ili donju interventnu tačku. Na kraju svakog dana izračunavaju se paritetni kursevi nacionalnih valutnih jedinica u ECU. Dnevni kursevi se upoređuju s paritetnim kursevima izraženim u jedinici ECU. Odstupanje dnevnih kurseva od pariteta ne sme biti veće od ± 2,25% (odnosno ± 6% za Italiju). Kada raspon intervencionih kurseva dosegne 75% (od dozvoljenog odstupanja od 2,25% monetarne vlasti su dužne da preduzmu određene mere da bi se kurs održao u utvrđenim granicama. Intervencija na deviznom tržištu odvija se u valutama zemalja članica. Dakle, devizni kursevi mogu odstupati od paritetno utvrđenih u „korpi" sa ± 1,69% (kod lire ± 4,5%). Zemlja dužnik i poverilac će pristupiti normalizaciji deviznih kurseva tzv. „swap" operacijama (aranžmanima između centralnih banaka). Dozvoljeno je dakle češće, ali manje podešavanje pariteta. Nešto kasnije (avgust 1993.) proširene su margine dozvoljenih oscilacija kurseva na ± 15% iznad i ispod utvrđenog pariteta.

Time je izbegnuto da valuta neke zemlje, zbog izmene njene ekonomske situacije, ili stalnog pritiska na njenom deviznom tržištu i na njenu valutu, izađe iz

[1397] Evropski monetarni sistem ce morati prema dolaru SAD voditi zajedničku politiku i to zbog dva razloga: a) da se spreči dalji pad (depresijacija) dolara, i, eventualno izbijanja nove dolarske krize i b)jer bez stabilnog dolara nema ni mogućnosto očuvanja „zone monetarne stabilnosti u Zapadnoj Evropi, sve u okviru postojećeg svetskog monetarnog sistema i uloge dolara u njemu.

EMS, što je bio slučaj kod "zmije u tunelu". Ako kurs neke valute dođe u položaj gornjeg ili donjeg interventnog stanja, centralna banka takve valute je dužna pristupiti kupovini ponuđenih iznosa deviza (kada kurs padne na donji interventni položaj) i prodaji, kada neke valute porastu na gornji interventni položaj. Međutim, ovde postoji obaveza intervenisanja i zemlje čiji kurs raste i zemlje čiji kurs pada (uzajamna i podjednako obavezna intervenisanja). Time se odgovornost za promene kurseva (i njihovu stabilnbst) postavlja na multilateralne osnove. Intervencija na deviznom tržištu je prva odbrambena linija kursa nacionalne valute Druga linija je promena politike rashoda, treća manipulisanje kamatnom stopom. Cim neka valuta dostigne ± 1,69% (kod lire ± 4,5%) paritetnog kursa, ta zemlja je obavezna da preduzme određene mere za obuzdavanje preteranih oscilacija. Tu se obično podrazumevaju sledeće mere:

1. Intervencija merama monetarne politike, pre svega radi obuzdavanja inflacije i njenog približavanja cenama u SR Nemačkoj (kao najstabilnijoj privredi tog sistema),
2. Mere kratkoročnih međusobnih transakcija (pozajmice centralnih banaka, monetarnih rezervi takve zemlje),
3. Ostale mere ekonomske politike (preduzimaju se u slučaju nedovoljne efikasnosti dotadašnjih mera monetarne politike, a u skladu s ciljem sve veće harmonizacije svih mera ekonomske politike),
4. Kao krajnja mera predviđa se izmena centralnih valutnih pariteta, odnosno devalvacija ili revalvacija (vezano za izmenu strukture "korpe valuta" koje sačinjavaju ovu valutnu jedinicu), a to znači izmenu odnosa unutar EMS.[1398]

U ranijem sistemu fiksnih kurseva, mere su se preduzimale kada je bilo kasno, zato se ovim želi preventivno delovati na ponašanje deviznih kurseva i odgovarajuće ponašanje zemalja članica EMS, sve u nameri da se spreče oscilacije deviznih kurseva.

4.4. Kreditni mehanizam evropskog monetarnog sistema

Članice EMS su obavezne da deponuju kod Evropskog fonda za monetarnu saradnju 20% svojih rezervi u zlatu i devizama, a za uzvrat dobijaju odgovarajuću protivvrednost evropske novčane jedinice (ECU). Početkom 1994. ove funkcije Evropskog fonda za monetarnu saradnju preuzeo je Evropski monetarni

[1398] To pretpostavlja restriktivnu monetarno–kreditnu politiku u zemlji koja ima teškoće sa deviznim kursom, pre svega, radi obuzdavanja inflacije i otklanjanja disparileta cena na domaćem tržištu i tržištu drugih zemalja članica EMS. Sigurno je da će ovo različito pogoditi zemlje, naročito privrede više izložene inflaciji i manje razvijene zemlje, te se zato i postavlja pitanje: da li su one spremne da se odreknu politike „pune zaposlenosti" i stope rasta – da bi ostvarile takvim monetarnim i drugim kočnicama željeni i potrebni nivo stabilnosti. Od toga zavisi i harmonizacija nacionalnih ekonomskih politika i budućnost ovog sistema. Iste mere korekture imaju različite efekte u tim zemljama, što zavisi od nivoa razvoja, ekonomske i socijalne strukture,spoljnoekonomske situacije, cikličnosti privrednih tokova, nezaposlenosti i dr. Zemlje s višom stopom inflacije redovno plaćaju znatno višu cenu stabilizacije

institut (EMI). "Intervencije na deviznom tržištu pretpostavljaju raspolaganje monetarnim rezervama. S ciljem lakšeg odvijanja intervencija na deviznom tržištu i bezbolnijeg prilagođavanja platnih bilansa, evropskim monetarnim sistemom predviđen je kreditni fond koji članicama omogućava pravovremenu intervenciju na deviznom tržištu, te finansiranje deficita platnog bilansa. Prvu kreditnu lliniju čine „swap" aranžmani. Iznos "swap" aranžmana nije limitiran. Kredit u okvim "swap" aranžmana centralna banka može dobiti na 45 dana. Kratkoročni kredit može koristiti centralna banka zemlje koja ima deficit platnog bilansa. Kratkoročni kredit nije uslovljen. Jedina obaveza članice je da se konsultuje sa odgovarajućim organima EEZ. Kratkoročni kredit članica može dobiti na rok od 9 meseci. Ukupno raspoloživa sredstva EMS u okviru tzv. kreditorskih i debitorskih kvota iznose 14 mlrd ECU.

Srednjoročni kredit može koristiti ona zemlja članica koja ima platnobilansne probleme ili ih sa izvesnošću očekuje. Kredit je uslovnog karaktera i obavezuje zemlju na takvu ekonomsku politiku koju predloži Savet ministara EEZ. Raspoloživa sredstva fonda za srednjoročno kreditiranje iznose 10 mlrd. ECU.[1399] Nacionalni interesi pojedinih država i njihova divergencija i ovde su ispred međunarodnih obaveza. One ugrožavaju stabilnost deviznih kurseva. Tako je Nemačka u oktobru 1992. podigla kamatne stope na tržištu novca i kapitala, da bi s jedne strane sprečila inflacione tendencije, a s druge strane da bi privukla strani kapital za finansiranje svojih deficita. Visoke kamatne stope su "magičnom snagom" privukle strani kapital. To je dovelo do snažnog pada vrednosti lire prema marki: na 980 lira za marku. Istovremeno poverenje u italijansku privredu opada, tako da investitori sklanjaju svoj kapital u čvrstu valutu i stabilniju (nemačku) privredu. Javni dug Italije narastao je u 1992. na 860 milijardi dolara, uz istovremeno povlačenje stednje od domaćih štediša iz banaka i drugih finansijskih institucija. Vrednost akcija na tržištu rekordno je paia (London 4%, Pariz 4,3%, Frankfurt 3,6%). Na berzama nastaje haos. Takav pad vrednosti akcija nije do sada, osim u 1998. godine u sklopu globalne finansijske krize, koja i danas potresa svet.

5. EVROPSKA MONETARNA UNIJA

Integracioni procesi u Zapadnoj Evropi nastavljaju se, posebno na monetarnom području. Pre ostalog bilo je predviđeno stvaranje jedinstvenog tržišta do kraja 1992. godine (EVROPA '92). To je pretpostavljalo uklanjanje svih tehničkih, carinskih, fizičkih, fiskalnih i trgovinskih barijera u okviru EEZ. Time bi bilo omogućeno slobodno kretanje robe, rada, kapitala, usluga i informacija, dopunjenih koordinacijom monetarne i fiskalne politike. Evropski savet je u junu 1988.

[1399] Dr D. Stojanov, op. cit., str. 301.

potvrdio ciljeve stvaranja monetarne unije, a prihvatanjem izveštaja poznatog Delorovog komiteta odredio i početak stvaranja Evropske monetarne unije za 1. jul 1990. godine. Nakon toga deklaracijom Evropskog saveta (oktobar 1990) određene su tri faze u ostvarivanju Evropske monetarne unije.

Prva faza je predviđala izmene u Rimskom sporazumu, kojim će se omogućiti stvaranje Evropske monetarne unije. Ostvarenje jedinstvenog tržišta i proširenje članstva u EMS na sve zemlje članice EEZ. Posebno se zahteva puna koordinacija monetarne i fiskalne politike zemalja članica. Ova faza je uspešno završena krajem 1993. godine.

Druga faza počinje 1. januara 1994. godine. Potpuno usklađivanje makroekonomske politike je ostvareno. Počeo je sa radom Evropski monetarni institut (sa sedištem u Frankfurtu), koji treba da pripremi sve za osnivanje Evropske centralne banke. U ovoj fazi odluke se i dalje donose na nacionalnom nivou.

Treča faza treba da predstavlja potpuno uspostavljanje monetarne unije. Ovlašćenja i politika centralnih banaka prenose se na Evropsku ccntralnu banku. Da bi se mogla voditi jedinstvena i potpuno sinhronizovana monetarna politika uvodi se jedinstven novac. Prema planu to je trebalo da se ostvari 1. januara 1997. godine. Veliki deo problema o kojima smo prethodno govorili, a posebno monetarni suverenitet, različiti nacionalni ciljevi razvoja, nivo razvoja, opterećenja u privredi i stabilnost privreda, nisu osigurali pretpostavke da EMU počne sa radom. Predviđa se početak funkcionisanja 1. januara 1999. godine i to kod svih država koje ispune propisane zahteve. Ostale zemlje mogu naknadno da se uključe, kada ispune uslove.

Proces integracije u Zapadnoj Evropi posebno je podstaknut sastankom u Mastrihtu decembra 1991. godine. Na tom sastanku je doneta odluka da se EEZ od 1. januara 1995. naziva Evropska unija. Predviđa se stvaranje ekonomske, monetarne i političke unije. Osnovni ciljevi Unije mogu se sažeti u sledeće: podsticanje ekonomskog i socijalnog napretka kroz stvaranje ekonomske i monetarne unije, uključujući, konačno i jedinstven novac..., zajednička spoljna politika i politika bezbednosti, i eventualno, formulisanje zajedničke politike odbrane, zaštita građanskih prava putem uvođenja državljanstva Unije; čvrsta saradnja u oblasti unutrašnje sigurnosti, imigracije, droga, terorizara, viza i sl.”.[1400] Prema Sporazumu iz Mastrihta, do kraja 1998. godine morala bi se kompletirati DRUGA FAZA ekonomske i monetarne unije. Početkom 1999. treba da otpočne TREĆA FAZA u kojoj će se uvesti nova novčana jedinica EURO (do tada treba da se štampa nova novčanica i iskuje euro moneta). “Države članice gube monetarnu autonomiju i napuštaju vođenje sopstvene monetarne politike”. Spoljnotrgovinske transakcije izražavaju se u jedinici EURO. Fiskalne obaveze i javni dug prestaju da se iskazuju u utvrđenoj nominalnoj vrednosti. To znači da će početkom 2002. godine sve zemlje članice uvesti euro novac u svoj gotovinski i

[1400] Dr P. Gavrilović, op. cit., str. 108. Banknote EURA će se štampati u apoenima od 5. 10, 20, 50, 100 i 200 jedinica. Jedinica EURO će se deliti na 1, 2, 5, 20 i 50 santima.

bezgotovinski platni promet. Nacionalni novac prestaje da postoji sredinom navedene godine (marke, franka, lire, funte, šilinga i dr. valuta više neće biti).

Prema kriterijima usvojenim u Mastrihtu sve zemlje članice svojom monetarnom i fiskalnom politikom u 1997. i 1998. godini treba da obezbede sledećih pet zahteva konvergencije, da bi postale članice jedinstvenog monetarnog sistema:

1. Budžetski deficit ne sme biti veći od 3% bruto domaćeg proizvoda (ne bruto nacionalnog proizvoda),
2. Učešće javnog duga u društvenom proizvodu ne sme biti veće od 60%, osim u slučaju kada ovaj odnos "ubrzano opada i približava se granici od 60% po zadovoljavajućoj stopi",
3. Prosečna stopa inflacije u zemlji ne sme biti viša od 1,5% od prosečne stope inflacije u tri zemlje koje imaju najnižu inflaciju (kritična stopa inflacije se računa u 1997. godini),
4. Dugoročne kamatne stope ne smeju biti više od 2% od prosečne kamate u tri zemlje koje imaju najniže kamatne stope (za dugoročne kamate se kao reprezentant uzimaju kamate na dugoročne državne hartije od vrednosti – bords),
5. Zemlja članica mora dve godine pre donošenja odluke o jedinstvenoj valuti imati stabilan kurs svoje valute (najveće odstupanje je moguće u granicama ± 2,25% od centralnog kursa ECU).

GLAVA OSMA

MEĐUNARODNE BANKARSKE I FINANSIJSKE INSTITUCIJE

1. MEĐUNARODNA BANKA ZA OBNOVU I RAZVOJ

1.1. Osnivanje Banke

Odluka o osnivanju Međunarodne banke za obnovu i razvoj (International Bank For Reconstructio and Development – IBRD) donesena je takođe na „Monetarnoj i finansijskoj konferenciji Ujedinjenih nacija", održanoj od 1. do 22. jula 3944. godine u Bretton Woodsu. Sporazum o osnivanju Banke stupio je na snagu 27. decembra 1945. godine, a IBRD je počela sa radom 26. juna 1946. godine. Sve zemlje koje su učestvovale na konferenciji u Bretton Woodsu, osim Sovjetskog Saveza, učlanile su se u Međunarodnu banku za obnovu i razvoj. Članstvo u Svetskoj banci uslovljeno je članstvom u Međunarodnom monetarnom fondu. Jugoslavija je sudelovala na konferenciji u Bretton Woodsu i bila jedna od 29 država koja je prihvatila i potpisala Sporazum o osnivanju Međunarodne banke za obnovu i razvoj. Sedište Banke je u Vašingtonu.

1.2. Ciljevi i organizacija Međunarodne banke za obnovu i razvoj

Osnovni ciljevi Banke, deklarisani članom 1. Statuta, su:

- da pomaže obnovu i razvoj proizvodnje u privredno nedovoljno razvijenim zemljama članicama;
- da podstiče privatne investicije putem garancija ili participacije u zajmovima vlastitim ili pozajmljenim sredstvima,
- da pomaže razvoj međunarodne trgovine i održavanje ravnoteže u platnom bilansu podsticanjem međunarodnih investicija u cilju razvoja proizvodnih snaga zemalja članica, doprinoseći na taj način porastu produktivnosti rada, životnog standarda i uopšte poboljšanju uslova života i rada.

Pored navedenih osnovnih zadataka, Banka obavlja i druge poslove, od kojih posebno ističemo:

- preko svojih stručnih timova participira u analizi ekonomskih problema i tehničko–tehnoloških rešenja i
- vrši edukaciju kadrova za ekonomska, finansijska i tehničko–tehnološka pitanja. U tu svrhu osnovan je Institut za ekonomski razvoj i obučavanje kadrova.

Tokom poslednjih nekoliko godina došlo je do značajnog povećanja broja članica, pre svega kao rezultat prijema novih zemalja nastalih raspadom Sovjetskog saveza i SFR Jugoslavije. Krajem fiskalne 1993. godine Međunarodna banka za obnovu i razvoj ima 176 zemalja članica.[1401]

1.3. Kapital Banke

Navedene zadatke Banka realizuje pomoću kapitala kojeg formira po osnovu:

- učešća zemalja članica,
- sredstava koja mobiliše na međunarodnom tržištu kapitala plasiranjem svojih obveznica,
- otplata ranije datih kredita i
- ostvarenog dohotka.

Učešće zemalja članica u kapitalu Svetske banke sastoji se iz dva dela, i to: od uplaćenog i garancijskog kapitala. Od osnivanja do sredine 1959. godine članice su uplaćivale 20% upisne kvote, i to: 2% u zlatu ili USA dolarima, a 18% u nacionalnoj valuti. Preostlaih 80% kvote zemlje članice su držale na posebnom računu svoje centralne banke u nacionalnoj valuti kao rezervu za pokriće eventualnih obaveza Banke. Visina kvote zemalja članica opredeljena je brojnim ekonomskim kategorijama, kao što su: (1) visina nacionalnog dohotka, (2) stanje u bilansu plaćanja, (3) devizne rezefve, (4) stabilnost privrednih tokova i (5) obim spoljnotrgovinske razmene.

Neophodno je naglasiti da je prisutna tendencija smanjenja dela kvote koji se uplaćuje. Tako je septembra 1958. godine smanjen udeo kvote koji se uplaćuje sa 20 na 10%, s tim što su zemlje članice bile dužne da 1% kvote drže kod Banke u zlatu ili dolarima a preostalih 9% u nacionalnoj valuti.[1402] Početkom 1980, godine odlučeno je da se deo koji se uplaćuje smanji sa 10 na 7,5% kvote, pri čemu se samo 0,75% uplaćuje u zlatu ili dolarima, a 6,75% u nacionalnoj valuti. Sledeće smanjenje dela kvote usledilo je u prvoj polovini 1988. godine. Na osnovu odluke Odbora guvernera predviđeno je da zemlje članice do 30. septembra 1993. godine uplate samo 3% svoje kvote, a 97% drže u vidu sigurnosnih rezervi. Nakon nekoliko povećanja „na kraju 1993. fiskalne godine osnivački kapital Banke iznosio je 165,589 mlrd. dolara, od čega je 10,531 mlrd. dolara uplaćeno, a preostalih 155,058 mlrd. zemlje članice drže kod svojih centralnih banaka u vidu sigurnosnih rezervi”.[1403]

Visina kvote značajna je i sa stanovišta broja glasova koji pripada svakoj zemlji članici. Svaka zemlja ima početnih 250 glasova i još po jedan glas na svaku akciju upisanog kapitala (vrednost jedne akcije iznosi 100.000 SPU). U 1993. godini SAD su raspolagale sa 17,18% ukupnog broja glasova, Japan sa 6,64%,

[1401] Dr P. Jovanović–Gavrilović: op. cit., str. 152.
[1402] Ibidem, str. 153.
[1403] Ibidem, str. 153.

Nemačka 5,13%, Velika Britanija 4,92% i Francuska 4,92%. Najveći deo potrebnih sredstava Međunarodna banka za obnovu i razvoj osigurava zaduživanjem kod vlada pojedinih zemalja, njihovih centralnih i poslovnih banaka putem kredita i emisijom hartija od vrednosti. "Hartije od vrednosti (obveznice) koje emituje IBRD veoma su atraktivne na finansijskim tržištima. Dva su osnovna razloga zbog kojih ih investitori rado prihvataju: (1) zemije članice celokupnim kvotama (ne samo uplaćenim delom) garantuju za obveznice Banke i (2) Banka, koristeći svoj brojan i stručan aparat, vrši strogu selekciju projekata u čijem će finansiranju učestvovati".[1404] Ukupna zaduženost Međunarodne banke za obnovu i razvoj krajem fiskalne 1993. godine iznosila je oko 92 mlrd. dolara.

1.4. Kraditi i uslovi kredita Banke

Najvećim delom Svetska banka svoje ciljeve ostvaruje odobravanjem kredita (radi se o poslovima srednjoročnog i dugoročnog finansiranja) i davanjem garancija. Pri odobravanju kredita i davanju garancija Banka se pridržava brojnih principa od kojih posebno ističemo:

1. Banka odobrava kredite i daje garancije za one investicione projekte koji imaju svoje ekonomsko opravdanje i koji će nakon stavljanja u pogon svojom rentabilnošću omogućiti uredno servisiranje kredita;
2. Banka finansira devizni deo investicionog projekta, a ostali troškovi projekta pokrivaju se u pravilu iz domaćih izvora. U izuzetnim prilikama, kao što je hitnost projekta, nemogućnost investitora da participira u zatvaranju finansijske konstrukcije i ako je jasno da bi finansiranje lokalnih izdataka u vezi sa projektom delovalo na rast cena, Banka je spremna da finansira i izdatke u lokalnoj valuti;
3. kredite koje Banka odobrava preduzećima na području zemlje članice obavezno garantuje država ili državna ustanova čija je garantija prihvatljiva za Banku (centralna banka);
4. Banka odobrava zajmove prvenstveno za finansiranje konkretnih projekata, a daleko ređe za opšterazvojne potrebe;
5. kod odobravanja kredita Banka mora steći utisak da potencijalni korisnik kredita nije mogao osigurati neophodna sredstva uz povoljnije uslove iz drugih izvora;
6. Banka ne može uslovljavati korišćenje odobrenog kredita na teritoriji neke zemlje čianice;
7. kontinuitet u saradnji.

Međunarodna banka za obnovu i razvoj je tokom 1981. sve do 1990. godine modifikovala svoju poslovnu politiku. Naime, od 1982. godine IBRD sprovodi tzv. Politiku graudacije u davanju zajmova u zavisnosti od visine nacionalnog dohotka po glavi stanovnika. Po toj logici, zemlja sa dohotkom preko 2.650 dolara isključuje se iz kruga zemalja kojima se dodeljuju zajmovi Banke.

[1404] Ibidem, str. 155.

Od jula 1982. godine Međunarodna banka za obnovu i saradnju odobrava zajmove sa varijabilnom kamatnom stopom, koja se menja na svakih šest meseci. U fiskalnoj 1995. godini kamata je iznosila 8,5%. „U novije vreme pri IBRD otvoren je tzv. "treći šalter". To je u stvari novi kanal za finansiranje razvoja najsiromašnijih zemalja u razvoju (sa ispod 425 dolara dohotka po stanovniku). Kamatna stopa na zajmove koji se odobravaju preko ovog šaltera iznosi 4 do 4,5%. Pokriće razlika u kamatama Banka vrši sredstvima koje prikuplja na dobrotvornoj osnovi. Osnovni problem u korišćenju sredstava Banke je što i Banka, poput Međunarodnog monetarnog fonda, sve više uslovljava korišćenje njenih sredstava mešanjem u kompletnu razvojnu politiku zemalja kojima sredstva odobrava. Ona se sve više identifikuje sa interesima razvijenih zemalja mada joj to nije ni funkcija ni namena. Zbog toga će se u tom delu politike Banke morati izvršiti nužne promene jer je Banka osnovana kao humana institucija da pomaže one koji se na drugi način ne bi mogu razvijati, a ne da sledi politiku najrazvijenijih zemalja na svetskom planu."[1405]

1.5. Mehanizam finansiranja

Programi koje finansira Svetska banka prolaze kroz nekoliko faza:

1. Faza identifikacije – obuhvata utvrđivanje objekata čijem finansiranju valja pristupiti zbog njihovog doprinosa razvoju nacionalne privrede i njihovih ekonomskih i tehničkih karakteristika.
2. Faza pripreme – u ovoj fazi zajmotražilac i Banka zajednički sagledavaju i pronalaze u tehničkom i ekonomskom pogledu najpovoljniju i najprihvatljiviju varijantu projekta sa stanovišta ostvarenja ciljeva razvoja.
3. Faza ocene, pregovora i usvajanja – Po završetku studije o projektu pristupa se njegovoj oceni. Ocenu projekta vrše stručnjaci Banke, a po potrebi mogu se angažovati konsultanti sa strane. U toku ocene valorizuju se tehnički, institucionalni, ekonomski i finansijski aspekti projekta. U tehničkom pogledu ocena podrazumeva: pouzdanost projekta, da li se uvažavaju odgovarajući standardi, veličinu i lokaciju objekta, tehnologiju, opremu, projektovani obim proizvodnje, transportnu povezanost, uticaj na prirodnu sredinu i sl. Pri ocenjivanju institucionalnih uslova za realizaciju projekta uzimaju se u obzir: organizacija, upravljanje, kadrovi, politika i poslovanje u užem i širem okruženju u kojem će se projekat realizovati. Ekonomska analiza podrazumeva analizu troškova i koristi za pojedine varijante projekta. Finansijska ocena odnosi se na ispitivanje načina obezbeđenja potrebnih sredstava za realizaciju i eksploataciju projekta, cene i mogućnosti amortizacije kredita. Nakon izvršene ocene misija stručnjaka dostavlja izveštaj Banci koji služi kao osnova za dalje pregovore. U razgovorima između Banke i zajmotražioca utvrđuju se mere koje treba preduzeti da bi se obezbedio

[1405] Dr S. Komazec, Teorija i politika ekonomskog razvoja. Fakultet za spoljnu trgovinu. Zagreb, 1976, str. 188.

uspeh u realizaciji projekta. Posle završenih pregovora izveštaj se, zajedno sa ostalom dokumentacijom upućuje Odboru izvršnih direktora na usvajanje. Posle usvajanja izveštaja sledi potpisivanje ugovora o zajmu i konačno se pristupa realizaciji projekta.

4. faza izvršenja i nadzor – u toku realizacije projekta obaveza je investitora da povremeno kreditoru dostavlja izveštaj o dinamici radova na projektu, troškovima, finansijskim efektima i sl. Kreditor, dakle Banka, često upućuje misije stručnjaka u zemlju kojoj je zajam odobren da bi se na licu mesta stekao uvid u to kako se troše odobrena sredstva i da li se projekat ostvaruje u skladu sa sporazumom. Po završetku projekta Banka, uz učešće i investitora, priprema konačan izveštaj o izvršenju projekta i dostavlja ga vladi zemlje korisnika kredita, Odboru izvršnih direktora i izvršnom direktoru koji tu zemlju predstavlja u Banci.

5. Faza naknadne ocesie projekta – početkom sedamdesetih godina Banka je počela da praktikuje i naknadnu ocenu projekta. Svrha ovog posla je da se analizom pozitivnih i negativnih efekata izvuku pouke za poslovanje Banke u budućnosti. Svetska banka je do sada dala više od 300 milijardi dolara raznih zajmova za finansiranje brojnih projekata u svetu. I pored toga siromaštvo ostaje jedan od najvećih problema u svetu.

2. MEĐUNARODNA FINANSIJSKA KORPORACIJA

2.1. Osnivanje Međunarodne finansijske korporacije

Međunarodna finansijska korporacija (International Finance Corporation – IFC), kao jedna od afilijacija Međunarodne banke za obnovu i razvoj, osnovana je 1956. godine.[1406]

Članice Korporacije mogu biti samo one zemlje koje su prethodno primljene u članstvo Međunarodne banke za obnovu i razvoj. Do sada se u Korporaciju učlanilo 155 zemalja članica IBRD. Sedište Međunarodne finansijske korporacije je u Vašingtonu. Osnivanje Međunarodne finansijske korporacije inspirisano je željom da se stvori jedan finansijski mehanizam koji bi delovao na manje formalnim osnovama, odnosno koji neće, kao što je slučaj kod Međunarodne banke za obnovu i razvoj, davanje zajmova privatnim zajmotražiocima uslovljavati državnom garancijom.

2.2. Ciljevi i zadaci korporacije

Prema odredbama Statuta, osnovni zadatak Međunarodne finansijske korporacije je da pomaže privredni razvoj podstičući investicioni ciklus u produk-

[1406] Dr P. Jovanović–Gavrilović, op. cit., str. 158–159.

tivna privatna preduzeća u zemljama u razvoju, a naročito u najnerazvijenim zemljama članicama. Ovako definisani cilj Korporacija ostvaruje:

- investiranjem u proizvodna privatna preduzeća u zajednici sa drugim zainteresovanim privatnim investitorima, bez državne garancije u pogledu otplate,
- stvaranjem povoljne klime za investiciona ulaganja privatnog kapitala (domaćeg i inostranog) i osiguravanjem kvalifikovanog finansijskog, tehničkog, organizacionog i dr. rukovodstva.

Prvih godina svog poslovanja (prvih pet godina) Korporacija je mogla raspoloživa sredstva plasirati samo u formi zajmova. Međutim, od 1961. godine ova finansijska institucija plasira slobodna finansijska sredstva u raznim oblicima: od zajmova i direktnih investicija do ulaganja u akcije privatnih preduzeća. Korporacija se, pored pomoći koju pruža članicama u raznim formama investicija, bavi i drugim poslovima, kao što su:

- izrada projekata i poboljšavanje njihovog kvaliteta,
- pruža pomoć pri osnivanju, finansiranju i unapređivanju rada privatnih finansijskih kompanija za razvoj i drugih institucija koje su angažovane na unapređivanju i finansiranju privatnih preduzeća,
- podstiče razvoj tržišta kapitala u zemljama u razvoju,
- podstiče interes zemalja izvoznica kapitala na ulaganja u hartije od vrednosti preduzeća zemalja uvoznica kapitala,
- pruža savete i daje predloge zemljama u razvoju u pogledu koncipiranja mera koje doprinose stvaranju povoljnije klime za povećanje interesa privatnih investicija.

2.3. Programi i uslovi finansiranja

Program u koji Korporacija plasira sredstva mora ispunjavati sledeće uslove:

- mora biti produktivan i rentabilan,
- mora zadovoljiti interes države u kojoj se investira u smislu mogućnosti devizne uštede, proizvodnje deficitarnih proizvoda i pružanja usluga, povećanja zaposlenosti, razvoja tehnologije i slično,
- lokalni investitori moraju participirati u realizaciji programa,
- da investitor nije mogao osigurati neophodna sredstva uz povoljnije uslove iz privatnih izvora.

Sredstva kojima Međunarodna finansijska korporacija raspolaže formiraju se po osnovu:

- uplata zemalja članica,
- zaduživanjem kod Svetske banke i
- pribavljanjem sredstava na tržištu kapitala.

Upisani kapital Korporacije pri osnivanju iznosio je 100 miliona dolara, da bi kasnlie nekoliko puta uvećavan ipočetkom 1990. godine narastao na 1,3 milijjarde dolara. Do kraja fiskalne 1989. godine Korporacija je u 786 programa

uložila oko 10 milijardi dolara. U poslednje vreme Korporacija je vrlo uspešna u mobilisanju sredstava iz drugih izvora. Tako je tokom poslednjih pet godina na svaki dolar koji je plasirala Korporacija dolazilo još 5 dolara iz drugih izvora. Iako je vrlo usko povezana sa Međunarodnom bankom za obnovu i razvoj, Korporacija posluje kao samostalna finansijska institucija sa svojstvom pravne osobe.

3. MEĐUNARODNO UDRUŽENJE ZA RAZVOJ

3.1. Osnivanje i članice IDA

Međunarodno udruženje za razvoj (International Development Association – IDA), kao afilijacija Međunarodne banke za obnovu i razvoj, osnovano je 1960. godine. Razloge osnivanja Međunarodnog udruženja za razvoj treba tražiti, pre svega, u nedostatku sredstava u međunarodnim, regionalnim i nacionalnim finansijskim institucijama namenjenih finansiranju nerazvijenih zemalja, ali i u uslovima pod kojima je Međunarodna banka za obnovu i razvoj odobravala zajmove zemljama u razvojli. Kao što znamo, Međunarodna banka odobrava zajmove članicama – uz nešto povoljnije uslove nego što se krediti mogu osigurati na međunarodnom tržištu kapitala, tj. uz nešto duži rok otplate i nižu kamatnu stopu, ali i takvi uslovi su za većinu zemalja u razvoju nepodnošljivi.

Međunarodno udruženje za razvoj osnovano je s ciljem da se povoljnijim – ”mekšim” – kreditima omogući razvoj proizvodnih kapaciteta zemalja u razvoju uključujući i finansiranje investicionih objekata (saobraćajnice, irigacione objekte i sl.) koji ne stvaraju neposrednu dobit, ali čija realizacija doprinosi rastu životnog standarda najnerazvijenih zemalja u svetu. Članstvo u Udruženju uslovljeno je članstvom u Međunarodnoj banci za obnovu i razvoj. U okviru Udruženja zemlje članice su podeljene u dve grupe:

- prvu grupu sačinjavaju razvijene zemlje, a u novije vreme i zemlje u razvoju koje ostvaruju suficit u platnom bilansu;
- drugu grupu, koja je daleko brojnija, sačinjavaju zemlje u razvoju.

Zemlje prve grupe uplaćuju upisane kvote na sledeći način:

- odmah 10% u zlatu ili konvertibilnim valutama,
- 18% u roku od 30 dana u zlatu ili konvertibilnim valutama i
- preostlaih 72% u četiri jednake godišnje rate takođe u zlatu ili konvertibilnim valutama.

Doprinos zemalja druge grupe, tj. zemalja u razvoju formira se na sledeći način:

- 10% kvote uplaćuju u zlatu ili konvertibilnim valutama odmah,
- 90% kvote uplačuju u svojoj nacionalnoj valuti u pet jednakih godišnjih rata.

Međunarodno udruženje za razvoj svoj kapital i kreditni potencijal formira iz sledećih izvora:

- uplaćenih kvota zemalja članica,
- doprinosa na osnovu povremenih "popunjavanja",
- transfera dela profita Svetske banke,
- otplata po ranije datim kreditima i
- poklona.

3.2. Kapital IDA

Početni kapital Udruženja bio je 1 mlrd. dolara, da bi na kraju fiskalne 1993. godine ukupno upisani kapital dosegao iznos od 73 mlrd. dolara.[1407] Udruženje pruža finansijsku pomoć zemljama članicama u formi zajmova, ali nije isključena mogućnost i nekih drugih vidova finansijske pomoći. Pri raspodeli kreditnih sredstava IDA uvažava sledeće kriterijume:

- članstvo u Udruženju,
- nivo siromaštva u zemljama članicama,
- bonitet potencijalnih korisnika kredita,
- ekonomski učinak potencijalnih korisnika kredita i
- raspolaganje projektima pogodnim za finansiranje od strane Udruženja.

3.3. Uslovi kredita

Uslovi pod kojima Međunarodno udruženje za razvoj pruža finansijsku pomoć nerazvijenim zemljama ocenjuju se veoma povoljnim. Rok otplate kredita je 50 godina, s tim da amortizacija počinje po isteku perioda od 10 godina, posle čega se godišnje otplaćuje po 1% u trajanju od 10 godina, a u sledećih 30 godina otplaćuje se po 3% godišnje. Kredit se odobrava beskamatno uz naplatu provizije od samo 0,75% godišnje na iskorišćeni iznos kredita. Od 1. januara 1982. godine naplaćuje se i provizija od 0,5% na odobreni a još neiskorišćeni kredit. Udruženje participira u finansiranju projekta sa oko 40% predračunske vrednosti. Do kraja fiskalne 1993. godine Udruženje je odobrilo oko 2.000 kredita u ukupnom iznosu od 56,2 mlrd. dolara (uključujući i sredstva odobrena preko Specijalnog fonda i Fonda za razvoj Afrike).[1408] Najveći deo kredita odobren je zemljama sa nacionalnim proizvodom manjim od 400 dolara po stanovniku.

Jugoslavija je članica Međunarodnog udruženja za razvoj od njegovog osnivanja sa upisanim kapitalom od 19,1 miliona dolara. Zbog nivoa razvoja Jugoslavija nije, niti može da koristi sredstva Udruženja, ali uredno izvršava svoje finansijske obaveze prema ovoj svetskoj finansijskoj instituciji.

[1407] Dr P. Jovanović–Gavrilović: op. cit., str. 169.
[1408] Dr P. Jovanović–Gavrilović: op. cit.. str. 170.

Organizacija Udruženja, uz neznatne razlike, slična je organizaciji Svetskc banke. Organi upravljanja su: Odbor guvernera, Odbor izvršnih direktora i predsednik.

Sedište Udruženja je u Vašingtonu.

4. MULTILATERALNA AGENCIJA ZA GARANTOVANJE INVESTICIJA

Na skupštini Međunarodne banke za obnovu i razvoj održanoj oktobra 1985. godine u Seulu prihvaćena je konvencija o osnivanju nove atifilacije – Multilateralne agencije za garantovanje investicija (Multilateral Investment Guarantee Agency – MIGA). Sporazum o osnivanju Agencije stupio je na snagu aprila 1988. godine. Multilateralna agencija za garantovanje investicija predstavlja jednu novu specijalizovanu finansijsku instituciju čiji je cilj da:

- davanjem garancija za nekomercijalne rizike, podstiče priliv privatnog kapitala u zemlje u razvoju;
- pruža informacije potencijalnim investitorima o mogućnostima ulaganja u zemlje u razvoju;
- obezbeđuje tehničku pomoć;
- bude mesto na kojem će izvoznici i uvoznici kapitala sarađivati.

Agencija kroz suosiguranje i reosiguranje daje garancije za sledeće vrste nekomercijalnih rizika:

- vladina ograničenja konvertovanja i prenosa deviza,
- ograničenja vlasništva stranaca,
- raskid ugovora od strane vlade na štetu investitora,
- ratni konflikti i nemiri,
- druge vrste nekomercijalnih rizika koje verifikuje Odbor direktora MIGA.[1409]

Organi upravljanja Agencije su: Savet guvernera, Odbor direktora i predsednik. Osnivački kapital MIGA iznosi 1,1 mlrd. dolara, od čega se 10% uplaćuje u gotovini, 10% u hartijama od vrednosti – menicama, a ostatak na zahtev Agencije. Članstvo u Agenciji nije uslovljeno članstvom u Svetskoj banci. Do sredine 1993. godine MIGA je imala 107 zemalja članica. Jugoslavija je septembra 1989. godine postala članica ove specijalizovane finansijske institucije.[1410]

[1409] Dr P. Jovanović–Gavrilović: op. cit.. str. 172–173.
[1410] Dr P. Jovanović–Gavrilović: op. cit., str. 173.

5. EVROPSKA INVESTICIONA BANKA

Evropsku investicionu banku (EIB) osnovale su kapitalističke zemlje članice Evropske ekonomske zajednice 1957. godine.[1411] Osnivanje ove regionalne finansijske institucije motivisano je potrebom kreiranja jednog finansijskog mehanizma koji će u okviru EEZ obavljati poslove:

- mobilizacija i transfera kapitala unutar Zajednice,
- transfer kapitala iz bogatih u siromašne zemlje članice,
- prikupljanja kapitala iz zemalja izvan integracije.

Prema odredbama Sporazuma o osnivanju (član 130), osnovni zadaci Banke su: "Evropska investiciona banka ima za zadatak da, oslanjajući se na tržište kapitala i na svoje vlastite izvore, doprinese ravnomernom i nesmetanom razvoju zajedničkog tržišta u interesu Zajednice. U tom cilju, odobravanjem zajmova i davanjem garancija na nelukrativnoj osnovi, ona olakšava finansiranje niže navedenih projekata u svim oblastima privrede:

a. Projekata za razvoj manje razvijenih područja;

b. Projekata za modernizaciju ili preorijentaciju preduzeća ili za stvaranje novih delatnosti koje zahteva postepeno uvođenje zajedničkog tržišta, ukoliko takvi projekti, s obzirom na njihovu širinu ili prirodu, ne mogu u celini da budu pokriveni raznim sredstvima finansiranja koja stoje na raspolaganju državama članicama;

c. Projekata od zajedničkog interesa za nekoliko država članica koji, s obzirom na njihovu širinu ili prirodu, ne mogu u celini da budu pokriveni raznim sredstvima finansiranja koje postoji u državama članicama."[1412]

Po svojim finansijskim aktivnostima, Evropska investiciona banka je nesumnjivo vodeća regionalna finansijska institucija, a u kontekstu međunarodnog finansijskog tržišta rangirana je odmah posle Međunarodne banke za obnovu i razvoj. Kreditni potencijal Banka formira po osnovu:

- uplata zemalja članica (od upisane kvote članica uplaćuje 25% u zlatu i konvertibilnim valutama, a ostatak od 75% predstavlja garancijski kapital koji zemlja uplaćuje na poziv Banke);
- emisije obveznica na međunarodnom tržištu kapitala i
- sredstava iz budžeta Zajednice.

"Upisani kapital zemalja članica na dan 31. decembra 1991. godine iznosi 57,6 mlrd. ECU (evropskih novčanih jedinica), od čega je uplaćeno oko 4,3 mlrd. Udeo Z. Nemačke, Francuske, Italije i V. Britanije je po 19%, Španije 7%, Belgije i Holandije po 5,3% itd."[1413] Evropska investiciona banka odobrava zajmove i daje garancije kako javnom tako i privatnom sektoru, s tim da udeo Banke u

[1411] Rimski ugovor od 25. marta 1957. godine.

[1412] Sporazum o osnivanju Evropske ekonomske zajednice predviđeno je osnivanje dve finansijske organizacije, i to: Monetarnog komiteta i Evropske investicione banke.

[1413] Dr P. Jovanović–Gavrilović: op. cit str. 175–176.

finansiranju projekta ne može biti veće od 50% predračunske vrednosti. „Od početka rada do kraja 1991. godine EIB je odobrila ukupno 4.349 zajmova, u ukupnom iznosu od 72 mlrd. ECU. Preko 94% iznosa zajmova odobreno je zemljama Zajednice, 2,9% zemljama Mediterana, 1,9% zemljama Afrike, Pacifika i Kariba i 0,7% zemljama Centralne i Istočne Evrope. U okviru Zajednice 33% kredita otpada na Italiju, 13% na Francusku, 12% na Veliku Britaniju itd.

Upravljački mehanizam Evropske investicione banke čine sledeći organi: Odbor guvernera, Odbor direktora i Upravni odbor. Odbor guvernera je najviši organ upravljanja Banke a sastoji se od predstavnika zemalja članica. To su najčešće ministri finansija. Odbor guvernera utvrđuje smernice poslovne politike, donosi odluku o odobravanju zajmova, usvaja godišnji izveštaj i odobrava završni račun i drugo.[1414] Odbor direktora čine direktori državnih kreditnih institucija ili viši stručnjaci u ministarstvima za finansije, ekonomiju ili industriju. Odbor direktora donosi odluke o odobravanju zajmova za finansiranje projekata u okvim Zajednice, izdavanju garancija, zaduživanju na međunarodnom tržištu kapitala i visini kamatne stope.

Upravni odbor Banke sačinjavaju predsednik i četiri potpredsednika Banke. Upravni odbor rukovodi svakodnevnim poslovanjem Evropske investicione banke. Bivšoj Jugoslaviji je tokom 1991. godine odobren 21 zajam u ukupnom iznosu od 678,2 mil. ECU, od čega je iskorišćeno 388,7 miliona. Zajmovi su korišćeni za izgradnju autoputa, modernizaciju železnice i elektroprenosnog sistema.

6. EVROPSKA BANKA ZA OBNOVU I RAZVOJ

Krajem 1989. godine, na vanrednom samitu dvanaest zemalja članica Evropske ekonomske zajednice, pokrenuta je inicijativa za osnivanje evropske finansijske institucije koja će pomagati sprovođenje privrednih i političkih reformi u zemljama Centralne i Istočne Evrope. Nedugo potom, na ministarskoj konferenciji u Parizu od 29. maja 1990. godine potpisan je Sporazum o osnivanju Evropske banke za obnovu i razvoj. Banka je počela sa radom marta 1991. godine. Sedište Banke je u Londonu.

Evropska banka za obnovu i razvoj osnovana je sa zadatkom 1) Da podstiče prelazak na tržišno privredivanje i 2) Da unapređuje privatno preduzetništvo u zemljama Centralne i Istočne Evrope, koje su se opredelile za tržišnu privredu, politički pluralizam, pravnu državu i poštovanje ljudskih prava i sloboda. Da bi ostvarila ovako definisane ciljeve. Banka će:

1. Pomagati razvoj privatnog sektora, posebno preduzeća male i srednje veličine,

[1414] Ibidem str. 176

2. Vršiti mobilizaciju domaćeg i stranog kapitala i prenosenje znanja i iskustva u upravljanju privredom,
3. Podsticati ulaganja u proizvodne investicije, uključujući ulaganja u sektor usluga i finansija kaori u odgovarajuće infrastrukture značajne za razvoj preduzetničke inicijative,
4. Obezbeđivati tehničku pomoć za pripremu, finansinranje i realizaciju odgovarajpćih projekata,
5. Stimulisati razvoj tržišta kapitala,
6. Davati podršku projektima u kojima je angažovano više članica korisnika sredstava i
7. Voditi raruna o očuvanju životne sredine.

U ostvarivanju navedenih zadataka Banka će sarađivati sa Međunarodnim monetarnim fondom, Međunarodnom bankom za obnovu i razvoj, Međunarodnom finansijskom korporacijom, Multilateralnom agencijom za garantovanje investicija, Organizacijom za ekonomsku saradnju i razvoj, Ujedinjenim nacijama i drugim odgovarajućim javnim i privatnim subjektima koji pokazuju interes za razvoj zemalja Centralne i Istočne Evrope.[1415] Članstvo u Evropskoj banci za obnovu i razvoj je otvoreno za: 1) zemlje Evrope, 2) vanevropske zemlje članice MMF i 3) Evropsku ekonomsku zajednicu (danas Evropsku uniju) i Evropsku investicionu banku.[1416] Sredstva Banke sastoje se od redovnog kapitala i specijalnih fondova. Sredstva rednovnog kapitala komponuju:

1. Odobreni akcijski kapital, koji se sastoji 30% od kapitala koji se uplaćuje i 70% kapitala koji se uplaćuje po pozivu. Uplata kapitala vrši se u pet jednakih rata, od čega 50% u bilo kojoj potpuno konvertibilnoj valuti,[1417] a 50% se može izvršiti izdavanjem menica koje se moraju unovčiti na zahtev Banke u valuti denominacije. Prva rata dospeva za plaćanje u roku od 60 dana od dana stupanja na snagu Statuta ili nakon deponovanja njenog instrumenta ratifikacije. Svaka od preostalih četiri rate dospevaju godinu dana posle dospeća prethodne rate,
2. Sredstva pribavljena zaduživanjem banke,
3. Sredstva dobijena na ime otplate zajmova,
4. Prihodi od zajmova i garancija i
5. Druga sredstva ili prihodi koje Banka ostvari, a nisu deo sredstava Specijalnih fondova.

Osnivački kapital Evropske banke za obnovu i razvoj iznosi 10 milijardi ECU–a, podeljenih na jedan milion akcija.

Evropska banka za obnovu i razvoj svoje ciljeve i zadatke ostvaruje: odobravanjem zajmova, kofinansiranjem, investiranjem u akcijski kapital, upisom

[1415] Ideju o osnivanju Evropske banke za obnovu i razvoj dao je F. Miteran, bivši predsednik Francuske.

[1416] Članice Evropske banke za obnovu i razvoj su: 24 zemlje OECD, Kipar, Malta, sedam zemalja bivšeg Varšavskog ugovora, Jugoslavija, Izrael, Maroko, Egipat, Južna Koreja, Lihtenštajn, Meksiko, predstavnik EZ i Evropske investicione banke.

[1417] Banka sama određuje koja se valuta smatra „potpuno konvertibilnom", a po potrebi može konsultovati i MMF.

hartija od vrednosti, davanjem garancija i pružanjem tehničke pomoći, preduzećima u privatnom sektoru, državnim preduzećima koja se privatizuju i državnim preduzećima koja posluju samostalno na otvorenom nacionalnom tržištu i koja podležu Zakonu o bankarstvu. Pri odobravanju zajmova, garancija ili direktnih ulaganja Banka uvažava brojne principe od kojih posebno ističemo:

1. Banka primenjuje zdrave bankarske principe na sve svoje poslove;
2. Banka finansira konkretne programe, bilo pojedinačno ili u kontekstu specifičnih investicionih programa;
3. Banka neće finansirati nikakav program na teritoriji članice koja se protivi takvom finansiranju;
4. Banka će voditi računa da održava razumnu diverzifikaciju svojih ulaganja;
5. pre nego što zajam, garancija ili direktno ulaganje budu odobreni, podnosilac molbe mora da prezentira adekvatan predlog, a predsednik Banke da, na osnovu studije koju izrade stručne službe, podnese Odboru direktora pismeni izveštaj sa predlogom;
6. Banka neće finansirati niti obezbeđivati bilo koje olakšice kada je podnosilac molbe u stanju da osigura dovoljno sredstava iz drugih izvora uz uslove koje Banka smatra da su prihvatljivi; u slučaju da odobri direktan zajam, Banka će omogućiti zajmoprimcu da povuče sredstva za pokriće gubitka samo koje stvarno bude imao;
7. Banka u principu ne uvodi nikakva ograničenja na nabavke roba i usluga iz bilo koje zemlje iz sredstava bilo kog zajma, ulaganja ili drugog finansiranja preduzetog u okvim redovnog poslovanja i poslovanja Specijalnih fondova. Međutim, u odgovarajućim slučajevima Banka će uslovljavati svoje zajmove i ostale operacije međunarodnim pozivima za licitaciju koje se budu aranžirale, u svojim ulaganjima u pojedinačna preduzeća Banka će preduzimati finansiranje pod uslovima za koje smatra da su odgovarajući, uvažavajući pri tome zahteve preduzeća–investitora, rizike koje Banka preuzima i uslove pod kojima privatni investitori dobijaju sredstva za slično finansiranje.
8. Banka preduzima potrebne mere da bi obezbedila da se sredstva bilo kog odobrenog zajma, garancije ili sredstva po osnovu učešća Banke u njima, ili po osnovu učešća u akcijskom kapitalu, koriste samo u svrhe za koje je zajam ili učešće u akcijskom kapitalu odobreno uz puno uvažavanje načela ekonomičnosti i efikasnosti.[1418]

Upravljački mehanizam Evropske banke za obnovu i razvoj čine sledeći organi:

a. Odbor guvernera – predstavlja najviši organ upravljanja a sačinjavaju ga po jedan guverner i njegov zamenik. Odbor guvernera odlučuje o brojnim pitanjima, kao što su na primer: prijem novih članica i utvrđivanje uslova za njihov prijem, povećanje ili smanjenje odobrenog akcijskog kapitala Banke, suspen-

[1418] Videti detaljnije: Statut Evropske banke za obnovu i razvoj čl. 14.

zija zemlje članice, zaključivanje sporazuma o saradnji sa drugim međunarodnim organizacijama, odobrava bilans uspeha Banke, odlučuje o prestanku poslovanja Banke i raspodeli njenih sredstava itd.

b. Odbor direktora – predstavlja izvršni organ Banke i sastoji se od dvadeset tri direktora. Zemlje EZ, EEZ i FIB imenuju 11 direktora a ostale zemlje 12, i to: četiri direktora imenuju zemlje korisnice sredstava (tj. zemlje Centralne i Istočne Evrope), četiri imenuju ostale zemlje Evrope i četiri direktora imenuju vanevropske zemlje čianice. Odbor direktora obavlja sledeće poslove: priprema rad Odbora guvernera, u skladu sa opštim smemicama utvrđuje politiku i donosi odluke o zajmovima, garancijama, direktnim ulaganjima, zaduživanju Bankne, odobrava budžet Banke i podnosi izveštaj o poslovanju Banke.

c. Predsednik – predsedava sednicama Odbora direktora i vodi tekuće poslovanje Banke. Predsednik je legalni predstavnik Banke i bira se na rok od četiri godine. Međutim, predsednik ne učestvuje u glasanju, osim u slučaju podele glasova.

d. Potpredsednik – izvršava ovlašćenja i funkcije u administraciji Banke koje odredi Odbor direktora. U odsustvu predsednika, potpredsednik obavlja funkcije predsednika Banke.

Bez zaustavljanja visoke inflacije nema politike kvalitetnog i brzog rasta i smanjenja nezaposlenosti.”
„MMF treba da unapređuje globalnu stabilnost da pomaže privrede u tranziciji da ostvare, ne samo stabilnost, već i ekonomski rast.“
(Stiglic)

7. KRIZA SVETSKOG FINANSIJSKOG SISTEMA

Razmere finansijske krize još uvek se ne mogu sagledati, uprkos merama koje su preuzele vlade najrazvijenih zemalja. Premda je javnost zapljusnuta talasom različitih teorija o krizi - od teorije sloma kapitalizma i liberalnog modela tržišta do teorije o namernom izazivanju krize - čini se da se ona može demistifikovati. Svi fenomeni na finansijskom tržištu mogu se svesti na suštinske zajedničke pojavne oblike.Kriza je nastala i eskalirala na hipotekarnom tržištu.[1419]

[1419] Džozef Stiglic, Iz krize možda tek 2013., Ekonom: east magazin, br. 504/2010

FED je u cilju podsticanja privrednog rasta vodio blago ekspazivnu monetarnu politiku. Stepen ekspanzivnosti je povećan posle 2001. godine, kada je FED, slično kao i u sadašnjoj krizi, reagovao ubacivanjem velike količine novca da bi sprečio nelikvidnost i recesiju. Jeftin novac samo je pomogao ekspanziju hipoteka i na njima baziranih hartija od vrednosti. Ambijent za brz rast hipotekarnog tržišta podsticala je država. The Government National Mortgage Association godinama je vršila sekjuritizaciju, a rejting agencije su dodeljivale visok rang takvim HoV. Investitori su ih percipirali kao sigurne, jer su donosile veće prihode od državnih hartija. Osiguravajuće kompanije uključile su se na hipotekarno tržište, garantujući otplate kredita i osiguravajući isplatu obaveza po osnovu emitovanih hipotekarnih obveznica, (primer je najveća osiguravajuća kompanija AIG, koja je pritisnuta nemogućnošću izvršavanja obaveza nacionalizovana od strane države). Na taj način emitovani papiri dobijali su viši kreditni rejting od strane rejting agencija i prodavani kao prvoklasni.[1420]Suprotno glasnim teorijama, koje zagovaraju veću ulogu države u privrednom životu, upravo je mešanje države u privredni život, odnosno mešanje države u vidu podsticaja hipotekarnog tržišta bitno uticalo na ekskalaciju krize. Država je, naime, proširila svoj pritisak na donošenje posebnih zakona. Donet je zakon o obavezi davanja zajmova siromašnim građanima i manjinama. To su tzv. "krediti koji se mogu priuštiti", poznatiji kao sub - prime, pod - standardni, za razliku od prime, standardnih, prvorazrenih kredita. Zakon je podstkao banke da daju kredite i siromašnijim građanima, a banke su dobijale CRA rejting, koji nije bio manje značajan od njihovog kreditnog rejtinga. Banke na određenom tržištu imaju ograničen broj klijenata koji mogu da prođu proveru boniteta i to su klijenti kojima se daju standardni krediti. Kada se krediti za kupce podele klijentima koji mogu da servisiraju dug sa 98% (prime krediti), tržište postaje zasićeno. Dalji rast hipotekarnog tržišta bio je moguć samo tako što će se kriterijumi za dodelu kredita sniziti i to je bila šansa za sub-prime kredite. Na ulazak u ovaj posao ih je podstakla okolnost da je cena kuća u SAD neprestano rasla. To je klijentima pomoglo da lakše dobiju kredite za rafinisanje postojećih (ako bi dolazilo do poteškoća u otplati prvobitnih hipoteka). Banke su čak, u trci za profitom, odobravale kredite i do 20% iznad trenutne vrednosti nekretnine, računajući na trend rasta njihovih cena. Tako je rast cena kuća pogodovao i bankama i kljientima. Zato su vremenom hartije od vrednosti zasnovane na sub - prime kreditima postale unosnije od onih zasnovanih na "prime" kreditima. Broj kuća ubrzano raste, jer su krediti, bili dostupni siromašnijim slojevima (istina sa promenljivom kamatnom stopom zbog većeg rizika, što će se pokazati kao posebno rizično kada su kamatne stope počele da rastu). Zato je gradevina stalno rasla i privlačila nova ulaganja. Usledilo je masovno kreiranje derivata na bazi hipoteka. Fitilj na tempiranoj bombi u temeijima finansijskog sistema počeo je ubrzano da dogoreva[1421].

[1420] Ibidem
[1421] Džefri saks, Još nema svetla na kraju tunela, Ekonom: east magazin, br 504/2010

Značajan kreator krize jeste i sofisticirani mehanizam razvijenog finansijskog tržišta na kome se može trgovati derivatima i raznolikim finansijskim instrumentima[1422]. Sekjuritizacija koja se dešavala u okviru vrtoglavog razvoja tržišta derivata, hedž fondova i investicionog bankarstva, u temelju je krize. Da se radi o procesu koji može uzdrmati i same temelje finansijskih tržišta, može se ilustrovati izjavom Buffeta, koji je rekao da su derivati tempirana bomba u finansijskom sistemu. U klasičnom bankarstvu stvari su prilično jasne: banke raspolažu određenim kapitalom i prikupljaju depozite, a onda iz ovih izvora odobravaju kredite. Pri tome postoje jasne i relativno stroge mere opreznosti koje nameće i kontroliše centralna banka, a čiji su okviri dati Bazelskim sporazumima i prevashodno se tiču propisivanja dovoljne visine (adekvatnosti) kapitala banke u odnosu na rizike kojima je izložena. Problemovog tradicionalnog modela, sa stanovišta profitabilnosti, je što se proflt ne može širiti preko granice raspoloživog kreditnog potencijala, odnosno prihodi generisani na bazi raspoloživih sredstava u bilansu stanja ne mogu da rastu brže od izvora sredstava i povećanja regulatornog kapitala kojim se obezbeđuje rizik.[1423]

No, investitori, bankari i drugi učesnici na finansijskim tržištima pronašli su način da se zarađuje i bez raspoloživog novca. Model se zove odobrenje radi distribucije, a cilj je da banka izmesti iz svog bilansa kreditni rizik, odnosno da na bazi hipoteke kojom raspolaže po osnovu hipotekarnog kredita emituje hipotekarnu obveznicu (mortage backed securitv - ABC, gde je određena aktiva, u ovom slučaju hipoteka, služila kao kolateral za emitovanu hartiju) prodaje na tržištu i tako refinansira odobreni kredit. Sredstva koja bi vraćali korisnici kredita bila bi korišćena za plaćanje kupona obveznica. U ceo posao sekjuritizacije i odobrenja radi distibucije bio je uključen širi krug učesnika na tržištu, od već pomenutih rejting agencija, brokera nekretnina, poverenika, nezavisnih procenitelja i servisera otplate. Hipoteke su grupisane u veće pakete koji su onda struktuirani po kvalitetu kolaterala. Najzad, da bi se povećala njihova sigurnost i atraktivnost na tržištu., osiguravane su kod velikih osiguravajućih kompanija, pa im je tako uvećan rejting kod investitora! Tako rangirane hartije su godinama imale odličnu prodaju, jer su ih kupovali i najrestriktivniji investitori - penzioni fondovi, opštine, gradovi i države da ne govorimo o bankama i institucionahiim investitorima.[1424]Problem je bio u tome što je regulativa zastarela u odnosu na razvoj tržišta derivata i kontrola rizika nije adekvatno praćena, niti su za ovu vrstu poslova određivane adekvatne rezervacije. Stoga se proces odobrenja radi distribucije u vidu ciklusa: odobravanje kredita - hipoteka - prodaja hartija od vrednosti sa pokrićem u nekretninama, ponavljao i sve više ubrzavao jer su svi imali motive da se lanac produži. Političari su bili zadovoljni jer su se rešavali stambenih problema siromašnijih birača,

[1422] Ibidem
[1423] Pametne države, The Economist, br. 1/2010
[1424] Ekonomija u vreme recesije, The Economist, br. 1/2010

menadžeri i akcionari finansijskih institucija imali su visoke bonuse, odnosno kapitalnu dobit od rasta akcija, a stanovništvo je rešavalo egzistecijalne probleme.

Kriza je počela da se nazire već 2005. i 2006. godine, kada su cene kuća u SAD počele da padaju, posle desetak godina neprekidnog rasta. Pad cena je pogodio i građane i bankare. Građani više nisu mogu lako da dobiju kredite za reflnansiranje za otplatu postojećih hipoteka. Smanjenje potrošnje je dovelo do pada tražnje i pada ekonomske stope rasta. Poštoje pad cena kuća otežao refinansiranje, hipoteke i na njima zasnovane HOV su naglo postale mnogo rizičnije ulaganje. Naglo povećanje ponude kuća je naravno dodatno snižavalo njihovu vrednost i produžavalo vreme traženja novog kupca. Kako su se kulminirali gubici, vrednost firmi koje su imale te hartije je opadala, pa im je to otežavalo da dođu do novih sredstava, kako bi premestili nove teškoće. Velika ponuda ovih hartija dovela je do daljeg pada njihovih cena i mnoge investicione banke i osiguravajuće kuće, doživele su krah. Pojavila se kriza likvidnosti, jer niko nije smeo da pozajmljuje novac, a kada se to dogodi znači da finansijski sistem ne funkcioniše. Upravozbog toga je glavna mera najrazvijenih država sada koncentrisana upravo na uspostavljanje poverenja kroz garantovanje međubankarskili pozajmnica i ulivanje ogromnih finansijskih sredstava, kako bi se povratilo poverenje i oživelo kreditno tržište[1425]. Pitanje je kada će kriza dodirnuti dno, odnosno kada će doći do promene tržišnog ciklusa iz "bear" u "bull" market. On zavisi prevashodno od toga gde će se finansijski krah tržišta zaustaviti, kao i od dubine i dužine trajanja recesije koja će uslediti. Nije naravno realno očekivati oporavak berzi dok god padaju narudžbine, dok se otpuštaju radnici i dok pada potrošnja. Kriza je počela na segmentu tržišta nekretnina pa će stoga prelomna tačka oporavka nastati kada kada se pad cena nekretnina na američkom tržištu zaustavi i otpočne novi ciklus njihove kupovine i kreditiranja. Nakon toga postepeno će se normalizovati tržište novca i uspostavljati poverenje u finansijski sistem, bez čega nema ni oporavka. Prvi signali oporavka, trebalo bi da dovedu do vraćanja interesovanja investitora i do žurbe da se u potencijalne akcije uđe pre drugih, što bi značilo i promenu psihologije iz "bear" u "bull" market. Prema sadašnjem stanju stvari se još ne nazire kraj, ni razmera sunovrata. Stoga nije realno očekivati značajnije pozitivne promene u svetskoj ekonomiji u 2010. godini.[1426]

7.1. Globalna finansijska kriza

U poslednjih tridesetak godina svetska ekonomija zabeležila je značajnije finansijske potrese manjeg ili većeg intenziteta. Ekonomisti su urvrdili da je veći deo finansijskih kriza 80-tih godina bio posledica kombinacije loše makroekonomske politike i negativnih eksternih sokova. Ekspanzivna monetarna i fiskalna

[1425] Posledice kreditne krize, The Economist, br. 1/2010
[1426] Preoblikovanje sveta posle krize, The Economist, br 1/2010

politika kreirale su deficite u tekućem delu platnog bilansa, koji u režimu fiksnog deviznog kursa, gledano u srednjem roku nisu bili održivi. Zemlje u razvoju su dugo uspevale da izbegnu finansijske potrese. Najveću zaslugu za odlaganje finansijskih potresa imao je priliv kapitala kojim su zemlje u razvoju finansirale eksternu neravnotežu. U suštini, priliv kapitala je odlagao neophodne procese prilagođavanja u cilju otklanjanja eksterne neravnoteže. Gubitak poverenja u režim fiksnog deviznog kursa, kada je narušeno stanje unutrašnje i eksterne neravnoteže, rađa zabrinutost kod učesnika na finansijskom tržištu za vrednost i sigurnost kapitala. Zabrinutost rađa špekulacije u pogledu moguće devalvacije nacionalne valute, što pokreće odliv kratkoročnog kapitala koji ujedno na deviznom tržištu stvara strahovit pritisak na devalvaciju nacionalne valute. Pomenuti tokovi kapitala (špekulativni napadi) dovode do devalvacije nacionalne valute, odnosnodo valutnih kriza, koje tada na svetlo dana iznose sve slabosti i nedostatke dugogodišnje ekonomske politike. Mehanizam, koji vodi ka pojavi valutne krize, u velikoj meri se oslanja na mehanizam monetarnog prilagođavanja platnog bilansa u režimu fiksnog deviznog kursa, a to znači da ekspanzivna monetarna politika, u vidu rasta domaćih kredita, rezultira smanjenjem nivoa deviznih rezervi. Stoga, finansiranje deficita budžeta od strane monetarnih vlasti neminovno vodi stvaranju eksterne neravnoteže koja postaje neodrživa kada smanjenje deviznih rezervi dostigne nivo koji pokreće špekulativne napade u pravcu devalvacije nacionalne valute.[1427]

Modeli kriza fokusiraju se na situacije u kojima su špekulativni napadi bili uspešni i u slučajevima kada je postojala konzistentnost između ekonomske politike, režima fiksnog deviznog kursa i eksterne ravnoteže, ali i u slučajevima kada ekonomska politika nije doprinosila kreiranju eksterne neravnoteže, i smanjenju deviznih rezervi. Spekulativni napadi na deviznom tržištu mogu su da dovedu u zavisnosti od dužine trajanja i intenziteta, do valutnih kriza. Iako je ekonomska politika u skladu sa režimom fiksnog deviznog kursa, učesnici na finansijskim tržištima nisu sigurni da će ekonomska vlast ostati dosledna u pogledu održavanja postojećeg pariteta.

Posmatrano sa stanovišta realnih kanala, negativni efekti zaraze se vrlo lako prenose na ostale zemlje ako postoji visok stepen spoljnotrgovinske povezanosti. Tada valutna kriza u jednoj zemlji pogoršava konkurentnost druge zemlje. Pogoršanje konkurentnosti je posledica apresijacije realnog deviznog kursa usled devalvacije nacionalne valute u prvoj zemlji (revalvacija valute u drugoj zemlji). Povećanje uvoza i smanjenje izvoza usled pogoršanja konkurentnosti pokrenuće dohodovni mehanizam prilagođavanja koji će dejstvom spoljnotrgovinskog multiplikatora sa inostranim reperkusijama povesti zemlju ka ravnoteži, ali uz smanjenje realnog bruto domaćeg proizvoda. Na putu ka ekonomskoj ravnoteži, smanjenje realnog bruto domaćeg proizvoda će svakako uticati na smanjenje realne tražnje za novcem, što uz nepromenjenu ponudu novca podrazumeva

[1427] Dž. Saks, Još nema svetla na kraju tunela, Ekonom: east magazin, br. 504/2010

smanjenje deviznih rezervi (monetarna teorija prilagođavanja platnog bilansa). Kombinacija pogoršanja eksterne ravnoteže (povećanje uvoza i smanjenje izvoza), smanjenje realnog bruto domaćeg proizvoda, i smanjenje deviznih rezervi može da inicira špekulativni udar i na deviznom tržištu druge zemlje.[1428]

Direktna spoljnotrgovinska povezanost ne predstavlja jedini realni kanal putem koga se negativni efekti valutnih kriza prelivaju na ostale ekonomije. Često zemlje koje čak i nemaju visok stepen spoljnotrgovinske razmene sa zemljom koja je doživela valutni slom, trpe negativne efekte na trećim tržištima usled pogoršanja konkurentnosti. Proizvodi zemlje koja je doživela valutni slom postaju konkurentniji na trećim tržištima zato što se cene njihovih proizvoda u stranoj valuti smanjuju usled devalvacije. Pod uslovom da postoji dovoljno velika cenovna elastičnost tražnje, pomenuto smanjenje cena može dovesti do preusmeravanja tražnje za proizvodima zemlje koja je doživela valutnu krizu. Preusmeravanje tražnje podrazumeva smanjenje tražnje za proizvodima ostalih podrazumeva i manji izvoz, tj. pogoršanje u tekućem delu platnog bilansa, koje može da dovede do valutne krize u zemljama koje nemaju visok stepen spoljnotrgovinske razmene.

Usled finansijske globalizacije, razvoja međunarodnog bankarstva, i liberalizacije kretanja kapitala, postoji visok stepen finansijske povezanosti i integrisanosti nacionalnih finansijskih tržišta, a što otvara mogućnost da se finansijski potresi na jednom tržištu prenesu i na ostala tržišta. Kretanje međunarodnog kapitala je osetljivo na razliku u kamatnim stopama i na pojave valutnih i finansijskih kriza. Nagoveštaj mogućeg valutnog potresa pokrenuće kretanje kapitala ka sigurnijoj destinaciji. Stoga finansijski potres u vidu valutne krize u jednoj zemlji može prouzrokovati "beksrvo" kapitala iz celog regiona. Pravila i regulative "Bazelskog komiteta" u takvom scenariju mogu sprečiti velike probleme u bankarskom sektoru, koji se prenose na ukupnu ekonomsku situaciju. U svetlu finansijskih potresa na finansijskim tržištima, špekulativne aktivnosti imaju i automatski cilj destabilizaciju finansijskog sistema. Međutim, špekulativne aktivnosti mogu u određenim slučajevima da deluju stabilizujuće na finansijski sistem. Vođeni motivom ostvarivanja profita na osnovu razlike u ceni pri kupovini i prodaji različite finansijske aktive, aktivnosti špekulanata deluju stabilizujuće na finansijsko tržište u situacijama kada isti kupuju određenu finansijsku aktivu kada je cena niska, i prodaju kada je cena visoka.[1429]

Svakako aktivnosti špekulanata mogu delovati i destabilizujuće na kretanje finansijskog tržišta, i to su uglavnom situacije kada špekulanti na finansijskom tržištu kupuju finansijsku aktivu u trenucima kada njena cena raste. Povećanje tražnje za aktivom čija cena raste, špekulanti dalje guraju rast cena računajući da će u trenutku prodaje ostvariti profit u vidu pozitivne razlike između nize kupovne, i više prodajne cene.

[1428] Dž. Stiglic, Iz krize možda tek 2013, Ekonom: east magazin ,br. 504/2010
[1429] Svet u 2010, The Economist, 1/2010

Špekulativne aktivnosti učesnika na deviznom tržištu vezane su za procene da će vrednost deviznog kursa doživeti promenu u bliskoj budućnosti. Ako učesnici na deviznom tržištu anticipiraju, da će uslediti smanjenje vrednosti domaće valute (devalvacija/ depresijacija), onda špekulanti povećavaju tražnju za stranom valutom, kako bi nakon promene vrednosti deviznog kursa (jačanje strane valute i slabljenje domaće) ostvarili profit prodajom strane valute po većoj ceni.U režimu fiksnog deviznog kursa špekulacije na deviznom tržištu imaju destabilizujući efekat na devizno tržište. Problemi sa eksternom neravnotežom, posebno neravnotežom u tekućem bilansu, signaliziraju učesnicima na deviznom tržišru moguću promenu vrednosti nacionalne valute u pravcu devalvacije. Špekulanti tada povećavaju tražnju za stranom valutom na deviznom tržištu, a centralna banka povećava ponudu strane valute smanjenjem deviznih rezervi kako bi odbranila fiksni paritet nacionalne valute prema stranoj valuti. Špekulativni napad predstavlja borbu za devizne rezerve između centralne banke i špekulanata na deviznom tržištu.[1430] Ako centralna banka ne uspe da odbrani fiksni paritet, onda pored gubitaka deviznih rezervi, centralna banka ima i trošak u vidu smanjenja kredibiliteta jer je doživela neuspeh u ispunjavanju svog osnovnog cilja – održavanje fiksnog pariteta nacionalne valute. Primer špekulativnih napada je finansijski potres na evropskim deviznim tržištima. Špekulativni napadi su išli u pravcu slabljenja većine evropskih valuta, i centralne banke su uspele da odbrane paritet uz značajne gubitke deviznih rezervi. No, špekulativni napadi se ne odvijaju samo kada špekulanti očekuju slabljenje nacionalnih valuta. Svež primer špekulativnog napada na mađarsku forintu (Ersek) oslikava primer špekulativnog napada na jačanje nacionalne valute. Mađarska forinta se našla pod snažnim špekulativnimm pritiskom koji je vodio forintu ka donjoj granici zone ERM II. Svesni činjenice da će se, sa pristupanjem mađarske u EU, usled smanjenja rizika deviznog kursa, smanjiti razlika u stopama prinosa između zemlje kandidata za pristup, i zemalja članica EU, špekulanti su, putem banaka sa većinskim stranim kapitalom, upumpali ogromnu količinu kratkoročnog kapitala, računajući da će na osnovu razlike u kamatnim stopama, i usled jačanja forinte, brzo ostvariti visoke stope prinosa. Tada je centralna banka Mađarske otkupila oko 5.3 milijarde evra na deviznom tržištu, kako bi sprečila špekulativni napad na jačanje (apresijaciju) forinte (Barabas). Centralna banka Mađarske je uspela da zadrži forintu u okviru ERM II zona. Špekulativni napad je delovao destabilizujuće na finansijsko tržište Mađarske, jer problem ulaska kapitala, i odbrana forinte, nije bio jedini problem sa kojim se susrela centralna banka tokom špekulativnog napada. Veliki problem za centralnu banku predstavljalo je povećanje likvidnosti usled povećanja deviznih rezervi, a zatim i izlazak kapitala nakon špekulativnog napada[1431].

U režimu fluktuirajućeg deviznog kursa centralna banka nema obavezu da brani određeni paritet, njene intervencije na deviznom tržištu vise su u funkciji

[1430] Ibidem
[1431] Svet u 2010, The Economist 1/2010.

sprečavanja značajnih oscilacija deviznog kursa. Stoga, špekulanti ne mogu da računaju na isti scenario kao i u slučaju fiksnog deviznog kursa. Prostor za špekulativne napade u režimu fluktuirajućeg deviznog kursa, otvara se sa sezonskim i cikličnim oscilacijama deviznih kurseva, koja su rezultat sezonskih i cikličnih oscilacija u primanjima i plaćanjima na osnovu ekonomskih transakcija zemlje sa inostranstvom. U sezonskim periodima, kada zemlja ima veća plaćanja prema inostranstvu od primanja iz inostranstva, na deviznom tržištu dolazi do veće potražnje za stranom valutom i jačanja njene vrednosti tj. slabljenja vrednosti domaće valute. Obrnuto se dešava kada zemlja ima veća primanja od plaćanja prema inostranstvu. Tada dolazi do veće ponude strane valute i do slabljenja njene vrednosti tj. do jačanja vrednosti domaće valute.

Od 70-tih godina prošlog veka makroekonomski problemi zemalja u razvoju su ozbiljno zapretili da naruše stabilnost sveukupnog međunarodnog ekonomskog sistema. Potreba za ubrzanim ekonomskim rastom, i težnja za što brzim smanjenjem ekonomskog jaza između regiona, podrazumevalo je da zemlje raspolažu sa dovoljnom količinom finansijskih sredstava kojim bi mogle da isprate rast međunarodne trgovine. Naravno, zemlje u razvoju su u tom pogledu bile hendikepirane, što znači da je sa rastom međunarodne trgovine došlo i do značajnog povećanja u kretanju međunarodnog kapitala. Tokovi kapitala su uglavnom išli u jednom smeru: u smeru prema zemljama u razvoju, koje su u zaduživanju na međunarodnom tržištu kapitala videle jedini način da podrže svoje dugoročne planove rasta i razvoja. Povećanjem kretanja kapitala između razvijenih zemalja i zemalja u razvoju, dovelo je i do značajnije povezanosti i međuzavisnosti ekonomija razvijenih zemalja i zemalja u razvoju.[1432] Postojala je opravdana bojaznost i opasnost da problemi zemalja u razvoju, sa rastom BDP-a, prekomernom potrošnjom, smanjenjem investicionog ulaganja i deficitom tekućeg bilansa, mogu, usled značajne ekonomske povezanosti, lako da se prenesu i na razvijene zemlje. Nesumnjivo je da prekomerno povećanje zaduženosti vodi ka problemu servisiranja duga u određenom periodu u budućnosti. Konstantno finansiranje deficita tekućeg bilansa suficitom u finansijskom bilansu povećava zaduženost zemlje i dodatno opterećuje deficit tekućeg bilansa kroz povećanje stavke rashodi od dohotka. U jednom trenutku, zemlje dužnici će se naći u siruaciji da finansijske obaveze prema poveriocima prevazilaze nivo finansijskih prihoda od spoljnotrgovinskih aktivnosti. Tada je svima jasno da problem zaduženosti postoji: on se ispoljava kao problem nemogućnosti finansiranja obaveza prema poveriocima. Procesi prilagođavanja tada zahtevaju daleko veće žrtve u vidu smanjenja privrednog rasta i povećanja nezaposlenosti, i do same granice socijalno ekonomske izdrživosti. Povećanje spoljnog duga tokom vremena može dovesti zemlju do problema u servisiranju duga. Nemogućnost zemlje da odgovori

[1432] Ibidem

na svoje obaveze prema poveriocima može biti posledica nesolventnosti ili nelikvidnosti u datom trenutku vremena.[1433]

Solventnost zemlje u pogledu servisiranja svojih obaveza podrazumeva njenu kontinuiranu mogućnost da u svakom trenutku odgovori na obaveze prema poveriocima. Teorijski, solventnost zemlje postoji ako prilivi finansijskih sredstava iz tekućih aktivnosti sa inostranstvom (prevashodno izvozni prihodi) prevazilaze tekuće finansijske obaveze po osnovu finansiranja spoljnog duga. Sve dok postoji pozitivna razlika između priliva finansijskih sredstava i odliva po osnovu finansiranja spoljnog duga, zemlja je solventna po pitanju servisiranja spoljnog duga. Međutim, u praksi zemlje prestaju sa servisiranjem svojih obaveza pre nego što nivo finansijskih obaveza po osnovu servisiranja duga dostigne kritični teorijski nivo. Problem nesolventnosti ima značajne implikacije sa stanovišta javnog i privatnog sektora, sa stanovišta privrednog rasta i razvoja. Problemi u pogledu solventnosti javnog sektora se prenose na privatni sektor, i u slučaju kada privatni sektor nema identične probleme u pogledu solventnosti kao i javni sektor. Usled problema u servisiranju svojih obaveza vlada može da uvede restrikcije kojima se onemogućava servisiranje obaveza i privatnog sektora kako bi sprečila odliv kapitala i smanjenje deviznih rezervi. Sa druge strane, nesolventnost privatnog sektora, koji je vise problem zajmodavaca nego vlade, može negativno da utiče i na javni sektor u vidu smanjenja priliva kapitala, ili u vidu otežanog pristupa međunarodnom tržištu kapitala.[1434]

Problem likvidnosti podrazumeva kratkoročan nedostatak finansijskih sredstava, koja su potrebna za trenutno izmirenje dospelih obaveza. Problem likvidnosti je usko povezan sa problemom solventnosti, ali može da se pojavi i nezavisno od problema solventnosti. Zemlja može biti solventna sa stanovišta odnosa finansijskih prihoda i finansijskih obaveza po osnovu servisiranja duga u srednjem roku. Međutim, u kratkom roku može da se desi situacija koja podrazumeva trenutno veliki odliv finansijskih sredstava kada se istovremeno poklapaju obaveze po osnovu kratkoročnog i dugoročnog duga (rezidualno dospeće). Trenutno velik odliv finansijskih sredstava može da inicira snažnu turbulenciju na deviznom tržištu i pokrene "bekstvo" kratkoročnog kapitala stvarajući problem likvidnosti u datoj zemlji. Problem likvidnosti može biti i posledica trenutnog eksternog šoka u vidu smanjenja izvoznih prihoda (pad cena izvoznih proizvoda) ili pak značajnog povećanja uvoznih rashoda (rast cena nafte), rasta kamatne stope ili promene deviznog kursa. Upravljanje politikom spoljnog duga podrazumeva analizu širokog spektra različitih faktora koji mogu doprineti pojavi problema prekomerne zaduženosti, tj. dužničke krize. Stoga su Svetska Banka i MMF u saradnji sa Pariskim klubom i OECD-om razvili metode i tehnike, putem kojih u srednjem roku kroz različite scenarije prate promenu indikatora solvent-

[1433] Ekonomija u vreme recesije, The Economist 1/2010. i Posledice kreditne krize, The Economist 1/2010

[1434] Svet u 2010., The Economist 1/2010.

nosti i likvidnosti. Indikatori solventnosti i likvidnosti predstavljaju reperne tačke na osnovu kojih se utvrđuje stepen zaduženosti pojedinih zemalja.[1435]

U prvoj fazi rešavanja problema zaduženosti najveći teret rešavanja problema zaduženosti prebačen je na zemlje u razvoju kroz formu nužnog ekonomskog prilagođavanja. Od zemalja u razvoju koje su bile pod velikim opterećenjem spoljnog duga tražilo se da prihvate stabilizacione programe koji su se zasnivali na implementaciji deflatornih mera. Stav međunarodne zajednice je bio da su dužničke krize većinom posledica problema prekomerne likvidnosti, koja je rezultirala daleko većom agregatnom tražnjom od agregatne ponude. Debalans između agregatne tražnje i agregatne ponude implicira kako unutrašnje tako i eksterne probleme. Sa aspekta unutrašnje ravnoteže najvidljiviji rezultat prethodno navedenog debalansa je značajan rast inflacije, koji svakako negativno utiče na rast privredne aktivnosti.Ako se uzme u obzir da je većina zemalja u posmatranom periodu imala režim fiksnog deviznog kursa, onda možemo da zaključimo da je debalans između agregatne tražnje i agregatne ponude, posredno preko inflacije, i apresijacije realnog deviznog kursa, utkao negativno na eksternu ravnotežu povećanjem deficita u tekućem delu platnog bilansa. Pored posrednog uticaja, debalans između agregatne tražnje i agregatne ponude imao je i direktan uticaj na povećanje eksterne neravnoteže kroz povećanje uvoza roba i usluga.[1436] Većina programa prilagođavanja bazirala se na deflatornim merama. Prilagođavanje putem primene deflatornih mera podrazumevalo je da zemlje u razvoju prihvate visoku cenu ponuđenih programa - recesiju. Ni komercijalne banke nisu pokazale dovoljnu inicijativu u obezbeđivanju dodatnih finansijskih sredstava, jer su bile zauzete sređivanjem svojih bilansnih pozicija. Rešenje problema zaduženosti nije bilo na vidiku. To je uočila i međunarodna zajednica, koja je konstatovala da ceo problem prilagođavanja pada na zemlje u razvoju, i da u nastavak sa tekućom strategijom u rešavanju problema zaduženosti podrazumeva gubitak cele dekade sa stanovišta privrednog rasta zemalja u razvoju.

[1435] Preoblikovanje sveta posle krize, The Economist 1/2010.

[1436] Dž. Stiglic, Iz krize možda tek 2013., Ekonom: east magazin 504/2010 i Dž. Saks, Još nema svetla na kraju tunela, Economic:east magazin 504/2010.

GLAVA DEVETA

GLOBALNI FINANSIJSKI MEHANIZAM EVROPSKE UNIJE

1. SISTEM FINANSIRANJA EVROPSKE UNIJE

Sistem vlastitih prihoda Evropske Zajednice, kasnije, Evropske Unije razvijao se postepeno. U početku, budžeti Evropske zajednice su se u potpunosti finansirali iz doprinosa, koje su uplaćivale države - članice, budući da su sredstva koja su se prikupljala naplatom tradicionalnih vlastitih prihoda bila beznačajna. U 1971. godini uvedeni su vlastiti prihodi budžeta Evropske Zajednice, koji vremenom trebalo potpuno da zamene doprinose. Tako su utvrđeni sledeći vlastiti prihodi EZ budžeta:[1437]

- *Vlastiti prihodi zasnovani na PDV-u (WAT own resources)* – proizilaze iz primene stope koja inicijalno ne prelazi 1% PDV osnovice utvrđene uniformno za države - članice u sldadu s pravilima EZ.
- *Generalni kompenzacioni mehanizam* predstavlja sastavni deo sistema vlastitih prihoda a ustanovljenje 1985. godine. Njime je uvedena korekcija na izvozu za Veliku Britaniju.
- *Četvrti izvor finansiranja* (eng. *the fourth resource)* - u pitanju je prihod koji nastaje na osnovu primene određene stope na ukupni BNP Zajednice. Uvođenje ovog prihoda 1988. godine imalo je za cilj usklađivanje ukupne sume prihoda s nivoom rashoda.

Kada su u pitanju vlastiti prihodi, članom 269 Ugovora o EZ predviđeno da se budžet u celini finansira iz vlastitih prihoda *(„without prejudice to other revenue, the budget shall be financed wholly from own resources“).*

U okviru ukupne sume prihoda, koja se naplati u toku godine, najveće je učešće prihoda koji se zasniva na BNP-u (oko 67-70%), zatim sledi prihod koji se ostvari iz izvora zasnovanog na PDV-u (14—16%) i prihoda od tradicionalnih vlastitih izvora (14-16%). Karakteristično je smanjivanje prihoda iz PDV izvora, u korist povećanja prihoda iz tradicionalnih vlastitih izvora. Očekuje se da se ovakav trend nastavi i u 2009. godini.

[1437] Dr S. Stojanović, Finansiranje Evropske unije, Službeni glasnik, Beograd 2002.

Ukupni prihodi budžeta EU u periodu 2006-2008. godine (u %)

Vrsta prihoda	2006.	2007.	2008.
TORs	13	15	16
PDV	14	15	16
BNP	72	69	67
Ostali prihodi	1	1	1
UKUPNO	100	100	100

Izvor: Budžeti Evropske unije za godine: 2006, 2007. i 2008, http://ec.europa.eu/budget/index en.htm

Tradicionalni vlastiti prihodi *(Traditional own resources, TORs)* su prihodi koji se ostvaruju kao direktna posledica postojanja jedinstvenog carinskog područja, odnosno carinske unije. To su dažbine na poljoprivredne proizvode i carine. Prihodi od poljoprivrednih dažbina obuhvataju: dažbine, premije, dodatne ili kompenzacione sume, dodatne sume ili faktore i druge obaveze koje su utvrđene ili će biti utvrđene od strane institucija EZ, a u vezi s trgovinom s državama koje nisu članice EZ u okviru Zajedničke poljoprivredne politike. Tradicionalni vlastiti prihodi su i doprinosi i druge dažbine, uvedene u okviru zajedničke organizacije tržišta šećera.[1438]

• *Dažbine na poljoprivredne proizvode (Agricultural Duties)* naplaćuju se na uvoz poljoprivrednih proizvoda proizvedenih u trećim državama. U pitanju je sistem koji se primenjuje u okviru zajedničke organizacije tržišta, a uveden je Uredbom Saveta iz 1994. godine.

• *Dažbine na šećer (Sugar Levies)* odnose se na šećer, izoglukozu u sirup inulina. Uglavnom su u pitanju dažbine na proizvodnju, koje plaćaju kompanije koje se bave proizvodnjom šećera kako bi finansirale refundiranje sume plaćene prilikom izvoza šećera koji prevazilazi tražnju na EU tržišta.

• *Carine (Customs Duties)* obuhvataju: dažbine u okviru zajedničke carinske tarife i druge dažbine uvedene ili koje će biti uvedene od strane EZ institucija, a u vezi s trgovinom s trećim državama (ovde spadaju i antidampinške i kompenzacione dažbine) i carine na proizvode uvedene na osnovu Ugovora o EZUČ.[1439]

[1438] European Commission, Financingthe European union, Brisel, 1998.

[1439] Ugovor o osnivanju Evropske zajednice za ugalj i čelik (EZUČ) potpisan je aprila 1951. a stupio je na snagu 23. jula 1952. Ugovor je potpisan na pedeset godina i 2002, po isteku roka važnosti, postao je sastavni deo Ugovora o Evropskoj zajednici. Potpisnice ugovora bile su: Francuska, Nemačka, Belgija, Italija, Luksemburg i Holandija. EZUČ je trebalo da obezbedi zajedničko tržište za ugalj i čelik, zajedničku kontrolu, planiranje i korišćenje ovih sirovina. Proizvodnja i distribucija uglja i čelika stavljena je pod nadnacionalnu kontrolu kroz najviše telo zajednice, *Visoku vlast*, koja je imala izvršna ovlašćenja u upravljanju zajedničkim resursima. Interesi država su predstavljeni kroz Specijalni savet

Odlukom o vlastitim prihodima, države - članice mogle su da zadrže 10% sume ostvarene naplatom tradicionalnih vlastitih prihoda *(Collection costs).* Odlukom iz 2000. godine, ova suma povećana je na 25%. Tako sada države imaju obavezu da budžetu Unije prenesu 75% sredstava prikupljenih naplatom iz ovih izvora, dok 25% ostaje u nacionalnim budžetima, kao vrsta kompenzacije za troškove naplate. Ovakvo rešenje ustanovljeno je zato što EU uopšte nema poreski suverenitet, već on pripada isključivo državama – članicama, koje su jedine ovlašćene da uvode i naplaćuju poreze i druge fiskalne dažbine. Inače, sve države - članice imaju obavezu da budžetu EU transferišu sredstva ostvarena naplatom tradicionalnih vlastitih prihoda. Ukoliko izbegavaju da to urade, Komisija može podići posebnu tužbu kod Evropskog suda pravde, čije odluke uvek sadrže visoke kazne za optuženu državu, odnosno države.

Grupu ostalih vlastitih prihoda budžeta EU čine prihodi od PDV-a i prihodi zasnovani na BNP-u. Kao što je rečeno, razlog uvođenja prihoda od PDV-a, a zatim i prihoda zasnovanog na BNP-u je taj što se naplatom tradicionalnih vlastitih prihoda nije moglo obezbediti dovoljno sredstava za pokriće svih rashoda EZ budžeta. Zbog toga je Odlukom o vlastitim prihodima od 21. aprila 1970. uveden prihod od PDV-a, kao vlastiti prihod EZ budžeta. Kasnije, Odlukom o vlastitim prihodima od 24. juna 1988. uveden je i četvrti, dopunski izvor finansiranja EZ budžeta - prihod zasnovan na BNP-u. Radi se o prihodu koji se ostvaruje tako što se određena stopa primenjuje na sumu svih BNP država - članica. Iako je ovaj prihod uveden iz razloga balansiranja budžeta Zajednice, vremenom je postao najvažniji budžetski prihod.

Prihod zasnovan na PDV-u naplaćuje se na takozvanu „apstraktnu" harmonizovanu osnovicu PDV-a (eng. *Notional harmonized VAT base)* svih država - članica. Apstraktna osnovica se obračunava u cilju kompenzacije razlika u nacionalnim režimima PDV-a, budući da na nivou EU nije izvršena potpuna harmonizacija PDV-a. Za svaku državu - članicu, apstraktna PDV osnovica obračunava se deljenjem ukupnih prihoda od PDV-a s ponderisarnm prošekom stope PDV-a izvedenim, uglavnom, iz nacionalnih računa. U slučajevima kada je to moguće, nacionalna PDV osnovica ograničava se na 50% BDP-a države, kako bi se umanjio regresivni efekat PDV-a. usled toga, za države koje se nalaze u režimu ograničenja, prihod zasnovan na PDV-u često se pretvara u prihod zasnovan na PDP-u.[1440] Jedinstvena procentualna stopa, takozvana „obavezna stopa" (eng. *call rate)* obračunava se na ograničene i harmonizovane osnovice PDV-a svih država - članica i ne srne premašiti 0,5%

---

ministara sa zakonodavnom vlašću. Ostali organi bili su Zajednička skupština, Savetodavni odbor i Sudsko veće, zaduženo za tumačenje Ugovora.

[1440] Opširnije:dr G. Ilić Popov, Poresko pravo Evropske unije, Službeni glasnik, Beograd, 2004.

osnovice. I ovo ograničenje primenjuje se u cilju otklanjanja regresivnog efekta PDV prihoda, koji je u disproporciji s ekonomskom snagom država - favorizuju se bogatije, a „kažnjavaju" siromašnije države.
Harmonizovana PDV osnovica obračunava se korišćenjem „metoda prihoda" *(revenue method).* U skladu s ovim metodom, ukupna godišnja neto suma PDV prihoda prikupljena od strane konkretne države - članice deli se s ponderisanom prosečnom stopom PDV-a (određivanje prosečne stope primenljive na različite kategorije oporezivanih dobara i usluga, kako bi se došlo do srednje PDV osnovice). Srednja osnovica se, zatim, prilagođava negativnim ili pozitivnim kompenzacijama u cilju dolaženja do harmonizovane PDV osnovice koja je u skladu s odredbama Šeste direktive, tj. Direktive o PDV-u, koja je usvojena 1977. godine. Obavezna, stvarna, ili uniformna stopa PDV-a koja se primenjuje na harmonizovane PDV osnovice predstavlja razliku između maksimalne obavezne stope i tzv. *„zamrznute stope"* (eng. *frozen rate).* Zamrznuta stopa je uslov koji proizilazi iz primene korekcije u vezi s budžetskom neravnotežom Velike Britanije. Nakon uvođenja, pa sve do 1985. godine, maksimalna obavezna stopa iznosila je 1%. Odlukom o vlastitim prihodima iz 2000. godine, stopa je smanjena na 0,75% za 2002. i 2003. godinu, a zatim na 0,50% za 2004. i naredne godine.
Visina zamrznute stope je u skladu s odnosom između sume korekcije za Veliku Britaniju i sume ograničenih PDV osnovica svih država - članica (uz redukciju plaćanja od strane Nemačke, Holandije, Švedske i Austrije). Formalno posmatrano, plaćanja za finansiranje korekcije dodaju se plaćanjima prihoda od PDV-a i BNP-a od strane država - članica, s tim što se suma korekcije za Veliku Britaniju utvrđuje redukcijom njenih plaćanja od PDV-a.
Prihod zasnovan na BNP-u (četvrti izvor) predstavlja varijabilni izvor kojim se obezbeđuje prihod neophodan za finansiranje rashoda u slučaju kada se tradicionalnim vlastitim prihodima i prihodom od PDV-a ne može prikupiti dovoljno sredstava za finansiranje budžetskih rashoda u toku godine. Četvrti izvor finansiranja, predstavlja *kamen temeljac* (eng. *cornerstone)* novog sistema finansiranja EZ. U pitanju je izvor koji garantuje stabilnost budžetskih prihoda na srednji rok (u okviru opšteg ograničenja ukupne sume vlastitih prihoda koji pripadaju EZ) i koji doprinosi unapređivanju pravičnosti među državama – članicama u pogledu bruto doprinosa (doprinosi su više u proporciji s sposobnošću plaćanja svake države članice).[1441] Uniformna obavezna stopa BNP prihoda određuje se putem dopunskog prihoda, koji je neophodan za finansiranje budžetskih rashoda koji se mogu pokriti sredstvima iz drugih izvora.

[1441] European Commission, *European Union Public Finance, op. cit.* pp. 205.

Uniformna stopa primenjuje se na BNP svake države - članice (bez uzimanja u obzir korekcije za Veliku Britaniju, koja se praktično primenjuje kao poseban izvor). Takođe, sredstvima iz ovog izvora vrši se finansiranje monetarne rezerve; rezerve za garantovanje zaduživanja i rezerve za slučaj vanrednih potreba. Ipak, prihod koji je potreban za pokriće ovih rezervi (u celini ili delimično), neće se upotrebiti sve dok se one ne unesu u budžet. Za razliku od prihoda zasnovanog na PDV-u, prihod zasnovan na BNP-u naplaćuje se kao jedinstvena stopa u proporciji s BNP-om pojedinačne države - članice. Ovde se ne primenjuje neki poseban mehanizam ograničenja - jedino ograničenje predstavlja limitiranje ukupnih vlastitih prihoda na 1,24% BNP-a Unije.

U **grupu drugih prihoda budžeta Unije** spadaju oni koji potiču iz sledećih izvora:

- kazne;
- prihodi ostvareni po osnovu administrativnih poslova obavljenih od strane institucija EU;
- doprinosi povezani s aktivnostima u Evropskoj ekonomskoj oblasti;
- kamate na zakasnela plaćanja;
- porezi na zarade zaposlenih u institucijama EU;
- prihodi od zaduživanja i pozajmica;
- drugi nedefinisani prihodi.

Ova grupa prihoda brojnija je u odnosu na grupu **sopstvenih prihoda EU,** ali, od nje Unija ostvaruje veoma malo sredstava. Zbog toga se generalno smatra da su sopstveni prihodi osnovni izvori finansiranja Evropske Unije.

2. PRINCIPI FUNKCIONISANJA BUDŽETA EVROPSKE UNIJE

Aktuelni sistem finansiranja Evropske unije suočava se sa brojnim nedostacima koji se postepeno otklanjaju. Kod donošenja, izvršavanja i kontrole budžeta Evropske Unije, primenjuju određeni principi, poznatiji kao „opšti budžetski principi".[1442] Uglavnom, to su isti principi koji se primenjuju i kod nacionalnih budžeta:

[1442] Ian Begg, „Future Fiscal Arrangements of the European Union", *Commom Market Law Review,* Volume 41, issue 3, 2004, pp. 793-794; Daniel Strasser, *The Finances of Europe: The Budgetaiy and Financial Law of the European Communities,* Commission of the European Communities, Luxembourg, 1991, pp. 41-70; European Commission, *European Union Public Finance* p. 127—166 i 240

1. **princip jedinstva** (eng. Principle of unity);
2. **princip univerzalnosti** (eng. *Principle ofuniversality);*
3. **princip anualiteta** (eng. *Principle of annuality);*
4. **princip ravnoteže** (eng. *Principle of equilibrium);*
5. **princip specifikacije** (eng. *Principle of specification);*
6. **princip jedinstvenog računa** (eng. *Principle of unit ofaccount);*
7. **principi transparentnosti** (eng. *Principle of transparency).*
8. **princip jasnog finansijskog menadžmenta** (eng. *Principle of soundfinancial management).*

1. Princip jedinstva[1443] predviđen je članom 268. Ugovora o Evropskoj zajednici. Propisano je da će svi prihodi i rashodi Zajednice, uključujući i one koji se odnose na Evropski socijalni fond, biti uključeni u predviđanja za svaku finansijsku godinu i prikazani u budžetu *(All items of revenue and expenditure of the Community ... shall be included in estimates to be drawn up far each financial year and shall be shown in the budget").* Navedeno znači da se prihodi i rashodi Zajednice prikazuju u budžetu kao jedinstvenom dokumentu, tj. da se i prihodi i rashodi Evropskog socijalnog fonda prikazuju kao deo opšteg budžeta. Takođe. Ovaj princip je predviđen i članom 4 Finansijske uredbe Saveta, koji glasi: „Budžet je instrument kojim se, za svaku finansijsku godinu, predviđaju i odobravaju svi prihodi i rashodi koji se smatraju neophodnim za Evropsku ekonomsku zajednicu i Evropsku zajednicu za automatsku energiju" *(„The budget... ist he instrument which sets out forecasts of and authorizes in advance, the expected revenue and expenditure of the Communities far each year").* Ovo znači da se svi prihodi i rashodi Zajednice moraju zajedno prikazati u jednom dokumentu, tj. jedinstvenom budžetu.

Jedinstvo budžeta EU znači jasno određivanje do kog obima su odobreni rashodi i prihodi - odobravaju se samo oni rashodi i prihodi koji su uključeni u budžet. Ipak, u praksi princip jedinstva nije bio u potpunosti primenjen od samog osnivanja sve tri evropske zajednice. U početku je svaka zajednica imala sopstveni budžet. EZUČ i Euroatom zajednica imale su po dva budžeta, a samo su svi prihodi i rashodi EEZ prikazivani zajedno u jedinstvenom budžetu. Konačno, ovakvo stanje je prekinuto Luksemburškim ugovorom iz 1970. godine, kada su svi budžeti inkorporisani u jedinstveni opšti budžet EEZ. Ipak, sve do 2002. godine postojao je poseban, operativni budžet EZUČ. Ovaj budžet prestao je da funkcioniše istekom Ugovora o EZUČ 23. jula 2002.

[1443] European Commission, *European Union Public Finance, op. cit.* pp. 127-130 i S. Stojanović, „Budžet Evropske unije - sopstveni prihodi i opšti budžetski principi", *op. cit.* str. 94-95.

godine. Bilo je predviđeno da će aktivnosti finansirane sredstvima iz operativnog budžeta, nakon gašenja EZUČ, biti finansirane iz opšteg budžeta. Uvek postoje izvesni izuzeci od primene principa budžetskog jedinstva. To su sledeći izuzeci:

1) Evropski fond za razvoj je još uvek izvan opšteg budžeta.

2) Operacije u vezi s pozajmljivanjem i kreditiranjem nisu prikazane kao stavke u budžetu Zajednice. Razlog za ovaj izuzetak predstavlja nemogućnost Evropske unije da učestvuje u operacijama na finansijskini tržištima, da pozajmljuje sredstva ili uzima kredite. Ipak, pravilo se „izigrava" time što Evropska centralna banka može da uzima pozajmice za EU, a to predstavlja indirektni način zaduživanja same Unije.

3) Finansijske aktivnosti Evropske investicione banke;

4) Zajednička međunarodna i bezbednosna politika i saradnja u oblastima pravosuđa i unutrašnjih poslova: U članu 268, stav 2 predviđeno je da će administrativni rashodi koje, u skladu s Ugovorom o EU, evropske institucije imaju u sprovođenju zajedničke međunarodne i unutrašnje politike, i prilikom saradnje u oblasti pravosuđa i unutrašnjih poslova, biti uneti u budžet. Operativni rashodi koji nastaju prilikom implementacije navedenih poslova mogu, pod određenim uslovima, biti uneti u budžet. U slučaju kada se rashod ne unese u budžet Zajednice, smatra se rashodom država - članica u skladu s njihovim PDV-om, osim ako Evropski savet odluči drugačije. Takođe, države - članice kojima je dato pravo da ne učestvuju u finansiranju ovih poslova, nemaju obavezu da doprinose finansiranju rashoda nastalih prilikom izvođenja vojnih ili odbrambenih aktivnosti. U oblasti pravosuđa i unutrašnjih poslova, Ugovor o EU predviđa da se ove aktivnosti finansiraju iz opšteg budžeta. Međutim, operativni rashodi nastali aktivnošću policije i saradnjom sudova u kriminalnim stvarima unose se u budžet, osim ako Evropski savet ne donese drugačiju odluku.[1444]

Od navedena četiri izuzetka od principa budžetskog jedinstva, svakako veliki značaj imaju operacije koje su sprovođene u okviru operativnog budžeta EZUČ i operacije zaduživanja i odobravanja zajmova.

2. Princip univerzalnosti budžeta Evropske unije zasniva se na članu 269 Ugovora o Evropskoj zajednici, kojim je predviđeno da će bez ikakve štete na uštrb ostalih prihoda, budžet u potpunosti biti finansiran iz vlastitih prihoda. Ipak, ovaj princip ne proizilazi direktno iz ugovora, nego iz Finansijske uredbe. U članu 4 Uredbe predviđeno je da se svi prihodi i rashodi unose u budžet u celini, bez ikakvih međusobnih prilagođavanja, kao i da ukupni prihod služi za pokriće ukupnih aproprijacija za plaćanje *(„... ali revenue and expenditure shall be entered infull in the budget and in the accounts without any*

[1444] European Commission, *European Union Public Finance, op. cit.* pp. 129-130.

adjustment against each other. Total revenue shall cover total appropriations for payments"). Dalje ovo znači da, u skladu s principom univerzalnosti, budžetski prihodi ne mogu biti korišćeni za fmansiranje određenih rashoda (pravilo nepripisivanja, eng. *rule of non-assignmeni),* a takođe prihodi i rashodi se ne mogu unositi u budžet jedni nasuprot drugima (pravilo bruto budžeta, eng. *groll budget rule).*

Prema realizaciji principa univerzalnosti, može da se konstatuje da se svi prihodi u potpunosti unose u budžet i posmatraju kao celina iz koje se izdvajaju sredstva za finansiranje svih budžetskih rashoda. Primena pravila nepriprisivanja i pravila bruto budžeta zasniva se na političkoj želji da se budžet učini fleksibilnijim i jednostavnijim za praćenje i monitoring. Prema ciljevima principa univerzalnosti, može da se zaključi da se oni poklapaju s ciljevima principa budžetskog jedinstva i da ovaj princip, u stvari, predstavlja dodatak principu jedinstva. Na ovaj način obezbeđuje se da budžetska autorizacija određenog rashoda ne zavisi od sume koja je predviđena da se ostvari naplatom pojedinog prihoda. Isto je predviđeno i u Odluci Saveta o sistemu vlastitih prihoda Zajednice. Članom 6 Odluke predviđeno je da će prihodi utvrđeni u članu 2 (vlastiti prihodi) biti upotrebljeni za finansiranje svih rashoda budžeta, i to bez ikakvog prethodnog određivanja svrhe.

Kao i kod principa jedinstva, i kod primene principa univerzalnosti postoje određeni izuzeci. Finansijskom uredbom predviđeni su sledeći izuzeci od pravila nepripisivanja:

- određeni istraživački programi, finansijski aranžmani i skala fmansiranja fiksno utvrđena odlukom Saveta (karakteristično je da nisu sve države - članice uključene u ove programe);
- prihodi namenjeni za specifične svrhe (kao što je prihod od fondacija, subvencije, pokloni i legati) i prihodi od posla koji obavljaju treća lica;
- doprinosi aktivnostima Unije od država - nečlanica ili različitih institucija.

Ovaj, treći, izuzetak se, uglavnom, odnosi na doprinose država - članica Evropske asocijacije slobodne trgovine (eng. *European Free Trade Association, EFTA),* koji se uplaćuju radi finansiranja pojedinih politika Zajednice, kao što su istraživački programi u kojima one učestvuju. Njihovo učešće počelo je s ustanovljavanjem Evropskog ekonomskog područja (eng. *European Economic Area, EEA)* 1994. godine. Doprinosi država se obračunavaju primenom faktora proporcionalnog (eng. *proportionality factor),* koji se zasniva na odnosu između BDP-a država - članica i članica EFTA, a zatim se raspoređuju na konkretne budžetske stavke. Njihovi doprinosi i rashodi koje finansiraju ne unose se u budžet, a prikazuju se samo „radi informisanja". Isti je slučaj i s učešćem država - kandidata u određenim

programima Unije, što predstavlja deo strategije pred pristupanje. Doprinosi se određuju pojedinačno (eng. *on a case-by-case basis)* i raspoređuju se na konkretne budžetske stavke.

Određeno je da se ni u nekom od sledećih slučajeva neće primenjivati nepripisivanje:

- kod kamata na depozit i novčane kazne propisane radi ubrzavanja i razjašnjenja primene procedure u vezi s ekcesivnim deficitom;
- na prihod od trećih lica u vezi s dobrima, uslugama ili radom obavljenim na njihov zahtev;
- na prihod od otplate novčanih iznosa koji su greškom plaćeni;
- na prihode od obezbeđivanja dobara, usluga i rada za druge institucije, itd.

Međutim, ipak je u članu 18, stav 2 propisano da u osnovnom aktu koji se primenjuje mogu biti određeni prihodi koji će biti korišćeni za finansiranje konkretnih rashoda. Osim izuzetaka od pravila nepripisivanja, Finansijskom uredbom predviđeni su i izuzeci od pravila bruto budžeta. Radi se o sledećim slučajevima.

- izuzimanja od zahteva ili računa troškova, koji se zatim prosleđuju na plaćanje u vidu neto sume bez ikakve kazne;
- vrednost stare opreme koja se uzima u obzir kod delimične razmene prilikom kupovine nove opreme iste vrste, kao i komercijalne uštede;
- izuzimanja od cene dobara i usluga obezbeđenih putem poraza Zajednice i refundiranih od strane država
- članica (npr. PDV);
- izuzimanja od rashoda otplate od strane trećih lica, kada je Zajednica platila kreditorima u korist ovih lica, ili korekcije suma koje su greškom plaćene;
- korekcije u vezi s gubicima i dobicima nastalim prilikom razmene valuta kod transfera sredstava;

ponovo korišćenje prihoda od posla koji je Unija obavila umesto plaćanja (prihodi od obezbeđivanja dobara i usluga, prodaja publikacija ili opreme i aparata, itd.).

Navedeni izuzeci su tehničke prirode i imaju za cilj pojednostavljivanje procedura. Jedan od izuzetaka od principa univerzalnosti odnosi se na poljoprivredne dažbine.[1445] To je „negativan rashod", koji se obezbeđuje za sektorske poljoprivredne uredbe i obuhvata pet kategorija:

1. iznosi povraćeni u slučaju pronevere ili neregularnosti;
2. korekcije avansnih plaćanja;
3. „profit" ostvaren prodajama iz javnih skladišta;

[1445] European Commission, *European Union Public Finance, op. cit.* pp. 133.

4. dopunska subvencija za mleko;
5. finansijski uticaj razjašnjenja računovodstvenih odluka.

Oni se unose se u budžet kao negativni rashod onda kada se očekuju primene poljoprivrednih uredbi. Razlog za to je što se prihodi upisuju na račune kao da je izvršeno plaćanje negativnog rashoda. U predlogu za izmenu Finansijske uredbe, „negativni rashod" je promenjen u pripisani prihod, budući da se taKo obezbeđuje veća transparentnost u predstavljanju budžeta i računovodstvu, a bez umanjivanja potrošnje u poljoprivrednom sektoru. Za razliku od navedenih prihoda u oblasti poljoprivrede, kao naplate vlastitih prihoda pojavljuje se negativni prihod u budžetu EU.

„Negativni prihod" u oblasti vlastitih izvora EU budžeta odnosi se na troškove naplate tradicionalnih vlastitih prihoda od strane država - članica. Članom 2 Odluke o sistemu vlastitih prihoda iz 1994. godine propisano je da će države, kao kompenzaciju za troškove naplate tradicionalnih vlastitih prihoda zadržati 10% naplaćene sume, a zatim je navedeni iznos povećan na 25%. Ovaj prihod država evidentira se na računu budžetskih prihoda kao „negativni prihod".

3. Princip anualiteta ili godišnjost EU budžeta znači da su budžetske operacije povezane s budžetom konkretne kalendarske godine. U članu 268, stav 1 Ugovora o Evropskoj zajednici (kojim je predviđen i princip budžetskog jedinstva), utvrđeno je da će svi prihodi i rashodi Zajednice, uključujući i one povezane s Evropskim socijalnim fondom, biti uključeni u predviđanja za svaku pojedinu budžetsku godinu i biće prikazani u budžetu. U članu 271 predviđeno da će rashodi prikazani u budžetu biti odobreni za jednu finansijsku godinu, a u članu 272 da finansijska godina teče od 1. januara do 31. decembra. Princip anualiteta predviđen je i Finansijskom uredbom Saveta (u članovima od 6 do 13).[1446] Članom 6 Uredbe propisano je da će aproprijacije unete u budžet biti odobrene za jednu finansijsku godinu koja traje od 1. januara do 31. decembra. U ostalim članovima predviđeno je da će prihod ostvaren u toku finansijske godine biti unet na račun te godine, i to s obzirom na sumu prikupljenu u toku te godine, kao i da će predviđene, biti otkazane. Ovo znači da se princip anualiteta strogo primenjuje na prihodnu stranu budžeta Zajednice, što u stvari znači primenu takozvanog „keš" budžeta (eng. *cash budget)* - samo prihodi naplaćeni u periodu između 1. januara i 31. decembra bivaju uneti na budžetske račune. Na rashodnoj strani, ograničenja su postavljena finansijskom perspektivom koja se usvaja za period od šest godina i svake godine budžet mora biti usvojen u sldadu s tim ograničenjima. Ipak, uvek postoji mogućnost da se izvrše izvesna prilagođavanja, i to korišćenjem indeksacije na bazi godišnje stope inflacije.

[1446] D. Strasser, The Finances of Europe, Luxembourg, 1991.

Princip anualiteta utemeljen je na primeni mešovitog sistema, odnosno metoda finansijske godine i menadžment metoda. Prvi metod podrazumeva da prihodi mogu biti naplaćeni i da rashodi mogu biti izvršeni nezavisno od datuma svog nastanka; jedino je važan datum kada dospeva obaveza ili kada nastaju prava. Dalje, ovo znači da se finansijskom godinom pokrivaju svi rashodi i prihodi odobreni u budžetu za tekuću godinu, kao i 12 meseci nakon te godine. Drugi metod podrazumeva da se svakodnevni prohodi i plaćanja izvršena u toku godine uzimaju u obzir, bez obzira na datum nastanka obaveze. Inače, u izvršenju budžeta Unije finansijski metod se primenjuje na prihodnu stranu, a menadžment metod na rashodnu stranu budžeta.[1447]

U realizaciji principa anualiteta, razlikuju se promenljive i nepromenljive, odnosno ***diferencirane*** i ***nediferencirane aproprijacije.***

Prilikom realizacije ***diferenciranih aproprijacija,*** finansijske obaveze unose se u budžet za period duži od godinu dana, s obzirom na godinu kada je nastala određena finansijska obaveza. Inače, diferenciranim aproprijacijama obuhvaćene su *aproprijacije za finansijske obaveze (deponovane aproprijacije)* i *aproprijacije za plaćanje.* Deponovane aproprijacije pokrivaju ukupne troškove legalnih finansijskih obaveza u toku finansijske godine, koje se unose u budžet u vezi s operacijama izvršenim u periodu dužem od jedne finansijske godine. Aproprijacije plaćanja pokrivaju rashode, i to do iznosa unetog u budžet, a koji proizilazi iz finansijskih obaveza u budžete tekuće ili prethodne finansijske godine. Nediferencirane, odnosno nepromenljive aproprijacije sastoje se od operacija koje bi trebalo da se završe u toku jedne budžetske godine (a to znači i izvršenje finansijske obaveze i plaćanje). Razlika između ovih aproprijacija, kao i sam princip anualiteta, veoma su važni pri kontroli izvršenja budžeta. Prilikom realizacije ***nediferenciranih aproprijacija,*** potrebno je naglasiti da su njima obuhvaćeni: administrativni rashodi, garancije Evropskog fonda za smernice u poljoprivredi i garancije, otplate država - članica i garancije zajmova. Postojanje diferenciranih aproprijacija ne predstavlja izuzetak od principa anualiteta. Aproprijacije za finansijske obaveze odobravaju se jednom godišnje u okviru godišnje budžetske procedure. Radi se o plaćanjima za operacije pokrivene ovim fmansijskim obavezama, a koje se mogu preneti na više godina. Zbog toga se aproprijacije za plaćanja odobravaju u budžetu svake godine. Ovakvo dvostruko godišnje odobravanje finansijskih obaveza i aproprijacija za plaćanja značajna je karakteristika budžeta EU. Princip anualiteta odnosi se na budžetske operacije u vezi s specifičnom finansijskom godinom. Njegovom primenom pojednostavljuju se praćenje i kontrola izvršenja budžeta.

[1447] Dr S.R. Stojanović, Finansiranje Evropske unije, Službeni glasnik, Beograd, 2008. str 32-50

Ugovorom o EZ princip anualiteta određen je s tri aspekta (predviđanje, implementacija i finansijska godina koja se poklapa s kalendarskom godinom):[1448]

1) U vezi s predviđanjem (eng. *estimates)* utvrđeno je sledeće: *„Svi prihodi i rashodi... biće uključeni u predviđanja za svaku pojedinačnu finansijsku godinu" („All items of revenue and expenditure ... shall be included in estimates to be drawn up for each financial year").*

2) Kod implementacije (eng. *implementation)* određeno je da će: *Rashod prikazan u budžetu biti odobren za jednu finansijsku godinu ..." („The expenditure shown in the budget shall be authorized for one financial year...").*

3) U vezi s finansijskom godinom koja se poklapa s kalendarskom godinom (eng. *financial year coinciding with the calendar year)* određeno je da: *„Finansijska godina teče od 1. januara do 31. decembra". („ The financial year shall run from 1 January to 31 December").*

U skladu s Ugovorom o EZ, finansijskom uredbom je predviđen veći broj izuzetaka (talozvanih tehničkih prilagođavanja) kako bi se omogućilo fleksibilnije upravljanje budžetom. U pitanju su prenošenja aproprijacija u narednu budžetsku godinu i predviđanja dodatnih perioda, tj. produžavanja finansijske godine za narednih 12 meseci. Prenošenja u narednu finansijsku godinu (eng. *carry overs)* vrše u zavisnosti od toga da li se radi o diferenciranim ili nediferenciranim aproprijarijama. Članom 271 EZ ugovora odobravaju se prenošenja u brojnim slučajevima, osim kada se radi o rashodima za osoblje. Članom 7, stav 2 Finansijske uredbe propisano je da će aproprijacije za finansijske obaveze i za plaćanja prestati ako nisu iskorišćene do kraja finansijske godine kada su unete u budžet. Izuzetno, mogu biti prenete u narednu finansijsku godinu na osnovu Odluke Komisije. Pri tom, pravi se razlika između prebacivanja aproprijacije za finansijske obaveze i aproprijacija za plaćanja. U slučaju aproprijacija za finansijske obaveze, prenošenje je moguće u dva slučaja:[1449]

- za sume koje su povezane s operacijama čije su pripreme završene do 31. decembra, ali za koje još uvek nije izvršen obračun (ovi iznosi moraju biti plaćeni do 31. marta);
- za sume koje su neophodne, a koje Komisija nije u mogućnosti da izvrši do 31. decembra, zato što je Savet usvojio osnovni instrument do kraja finansijske godine.

U slučaju aporoprijarije za plaćanja, prenošenje je moguće samo u pogledu suma potrebnih za pokriće postojećih finansijskih obaveza ili u vezi s prenetim aproprij arijama za finansijske obaveze, kada aproprijacije obezbeđene u

[1448] European Commission, European Union Public Finance, Luxembourg, 2002.
[1449] Ibidem.

budžetu naredne godine ne pokrivaju zahteve, a odobrene aporoprijacije su iscrpljene. U realizaciji nediferenciranih aproprijacija, vrše se automatska i neautomatska prenošenja (eng. *automatic and non-automatic carryovers).*
Automatsko prenošenje postoji kod aproprijacija u vezi s plaćanjima koja imaju vanredni karakter, a koje su unete u budžet u periodu između 1. januara i 31. decembra. Jedino nije moguće prenošenje finansijskih obaveza unetih u budžet nakon 15. decembra, koje se odnose na kupovinu robe ili opreme, obavljanje posla ili snabdevanje.
Neautomatsko prenošenje postoji u vezi s plaćanjima koja imaju karakter izvanrednih na dan 31. decembra, a koje su unete u budžet nakon 15. decembra u vezi s kupovinom robe ili opreme, obavljanjem posla ili snabdevanjem, kao i deo aproprijacija koje su do 31. decembra još uvek neizvršene, a koje mogu biti prenete samo u sledeću finansijsku godinu, i to jedino zbog vanrednih razloga, radi ispunjavanja važnih zahteva koji ne mogu biti pokriveni aproprij arijama naredne godine. Kod ovih prenošenja obavezno se zahteva odobrenje budžetskog organa.
Odstupanje od principa anualiteta predstavlja i postojanje dodatnih, odnosno dopunskih perioda (eng. *additional periods).* Dopunski period podrazumeva *ad hoc* produžavanje finansijske godine nakon isteka 12 meseci kalendarske godine. U vezi s tim, primenjuju se dve vrste dopunskog perioda za opšti budžet:[1450]

1) Implementacija plaćanja ili opšti aranžmani (eng. *Implementation of payments; general arrangements):* plaćanja moraju biti odobrena do 31. decembra, ali računovođi je ostavljeno dodatnih 15 dana da izvrši plaćanje (član 5 Finansijske uredbe);

2) Garancija Evropskog fonda za smernice u poljoprivredi i garancije - zbog vremena potrebnog na nivou Unije za procesuiranje informacija obezbeđenih od strane država - članica, unošenje na račune EFSPG garancije određenog rashoda može biti produženo za mesec dana.

4. Princip ravnoteže predstavlja jedan od važnih principa koji se primenjuje u funkcionisanju budžeta Unije. Imajući u vidu daje budžet EU - budžet rashoda (eng. *expenditure budget),* u smislu da se rashodi procenjuju pre obračunavanja prihoda koji će biti potrebni za njihovo finansiranje, to je ravnoteža budžeta Unije takozvana „prethodna ravnoteža", odnosno ravnoteža *ex ante.* Inače, ravnoteža budžetske godine određuje se na osnovu aktuelnog odnosa prihoda i rashoda; suficit se prenosi u narednu budžetsku godinu, i to tako što se umanjuje neophodna suma vlastitih prihoda te godine putem umanjivanja obavezne stope prihoda zasnovanog na BNP-u. Ovo znači da deficit predstavlja izuzetak, odnosno da se uglavnom pojavljuje suficit.

[1450] Ibidem.

Precizna pravila u vezi s budžetskom ravnotežom u toku finansijske godine utvrđena su Uredbom o primeni Odluke o sistemu vlastitih prihoda Zajednice, kao i Finansijskom uredbom od 21. decembra 1077. godine i njenim amandmanima. Princip ravnoteže podrazumeva da prihodna strana budžeta EU mora biti jednaka rashodnoj strani, odnosno da prihodi predviđeni za jednu finansijsku godinu treba da budu jednaki aproprijacijama za plaćanja u toku te godine. Kod operativnog budžeta EZUČ, primenu principa ravnoteže karakterisalo je postojanje godišnjih neravnoteža, koje su na kraju godine ipak morale biti otklonjene. Međutim, u pogledu opšteg budžeta pravilo ravnoteže se striktno primenjuje, tako da Uniji nije dopušteno da pozajmljuje sredstva radi pokrića svojih rashoda. Nikakva sredstva se ne mogu pozajmljivati radi pokrića budžetskog deficita. U članu 268, stav 3 Ugovora o EZ predviđeno je da će prihodi i rashodi prikazani u budžetu biti u ravnoteži. I članom 14 Finansijske uredbe predviđena je ravnoteža budžeta Zajednice, dok je u članu 15 predviđeno da će ravnoteža za pojedinačnu finansijsku godinu biti uneta u budžet za tekuću finansijsku godinu, i to kao prihod u slučaju suficita ili kao aproprijacija plaćanja u slučaju deficita. Ipak, iz tehničkih razloga, očigledno je da će postojati razlike između predviđanja u fazi odobrenja budžeta i stanja budžeta nakon izvršenja.U članu 15 Uredbe Saveta o implementaciji Odluke o sistemu vlastitih prihoda Zajednice propisano je da se ravnoteža za određenu finansijsku godinu sastoji od razlike između svih prikupljenih prihoda za tu finansijsku godinu, i sume plaćanja učinjenih nasuprot aproprijacija za tu finansijsku godinu, uvećane za iznos aproprijacija za istu godinu. Razlika se povećava ili smanjuje do neto iznosa aproprijacija izvršenih u toku prethodne finansijske godine, i to na način da se plaćanja obavljaju preko nepromenljivih aproprijacija izvršenih u toku prethodne godine ili putem ravnoteže koja nastaje kao rezultat kompenzacije između dobitaka i gubitaka u toku finansijske godine.[1451]

Uvek se pravi razlika između ***ravnoteže u vreme pripreme i odobravanja budžeta i ravnoteže u vreme budžetske implementacije.*** Princip ravnoteže se strogo primenjuje prilikom izrade budžeta i u toku procedure njegovog usvajanja - konačan rezultat ove procedure predstavlja stroga ravnoteža između prihodne i rashodne strane budžeta Zajednice. U toku implementacije budžeta moguća je pojava razlika između rashoda i prihoda, kao u slučaju kada Zajednica ima određene rashode koji nisu bili predviđeni inicijalno usvojenim budžetom ili u slučaju kada predviđeni rashodi premaše odobreni iznos. Ovakva situacija se može izbeći korekcijama u toku finansijske godine.

Potrebno je razlikovati ***pozitivnu*** i ***negativnu budžetsku ravnotežu,*** odnosno ***suficit*** i ***deficit.*** Pozitivna ravnoteža postoji kada prikupljeni prihodi pokrivaju

[1451] Ibidem.

sve budžetske rashode. Pomenutom Odlukom Saveta o sistemu vlastitih prihoda Zajednice predviđeno je da će bilo koji suficit u prihodima Zajednice u odnosu na ukupne rashode učinjene u toku finansijske godine biti raspoređen u toku tekuće finansijske godine. U poređenju s pozitivnom ravnotežom, negativna ravnoteža ne predstavlja normalno stanje budžeta Zajednice. Ona je pre izuzetak, koji se pojavljuje u slučajevima kada prikupljena sredstva ne mogu u potpunosti da pokriju budžetske rashode. Ova situacija se može izbeći vršenjem izvesnih prilagođavanja na obe strane budžeta Zajednice.[1452] Postoje i izuzeci od principa ravnoteže. To je postojanje takozvane „negativne rezerve", koja je formalno predviđena revidiranom Finansijskom uredbom od 24. juna 1988. godine. Radi se o tome da se novi rashodi finansiraju uštedama napravljenim u nekom delu budžeta u toku finansijske godine, mada često nije moguće odrediti prihode koji će doneti više sredstava nego što je predviđeno u toku usvajanja budžeta. Dalju implikaciju negativne rezerve predstavlja pokrivanje nepredviđenih rashoda sredstvima koja se transferišu iz budžetskih stavki u kojima je ostvaren suficit.[1453] Negativna rezerva je prvi put zabeležena u budžetu za 1986. godinu, i to kao način obezbeđivanja sporazuma između dva budžetska organa u pogledu stope porasta neobaveznih rashoda. Aproprijacije koje nisu iskorišćene (načinjene uštede) bile su transferisane na stavku negativne rezerve.

5. Princip specifikacije podrazumeva da svaka aproprijacija mora imati odgovarajuću svrhu i biti određena za postizanje konkretnog cilja, a sve radi sprečavanja nastanka konfuzije između aproprijacija (faze odobrenja i izvršenja) i činjenice da je budžet izvršen onako kako je i ustanovljen. Ovaj princip propisan je članom 271, stav 3 Ugovora o Evropskoj zajednici, gde je predviđeno da će aproprijacije biti klasifikovane u okviru različitih budžetskih stavki, stvarajući grupe rashoda u skladu s svojom svrhom, i, ako je to potrebno, u skladu s Finansijskom uredbom. Takođe, i u Uredbi je predviđen princip specifikacije, i to u nekoliko članova (21 do 26). Svrha principa specifikacije sastoji se u obezbeđivanju alokacije dostupnih aproprijacije po različitim budžetskim glavama i podglavama.[1454] U pitanju je princip koji ostvaruje uticaj na obe strane budžeta Zajednice. Njegovo značenje na rashodnoj strani podrazumeva da se budžet izvršava u skladu s „željama" budžetskih organa, a na prihodnoj strani - da različiti izvori budžetskih prihoda treba da budu jasno određeni.[1455] Specifikacija se primenjuje kako s

[1452] Više vidi u: European Commission, *European Union Public Finance, op. cit* pp. 144.
[1453] European Commission, *European Union Public Finance, op. cit.* pp. 144.
[1454] Daniel Strasser, *The Finances of Europe: The Budgetary and Financial Low of the European Communities, op. cit.* pp. 55-57,
[1455] European Commission, *European Union Public Finance, op. cit.* pp. 145.

vertikalnog, tako i s horizontalnog aspekta budžeta. Članovima 19 i 20 Finansijske uredbe propisane struktura i prezentacija budžeta, odnosno određene su ***horizontalna i vertikalna struktura budžeta.***

Horizontalna struktura podrazumeva da je budžet podeljen na opšti račun prihoda i sekcije, koje su dalje izdeljene na račune prihoda i rashoda, i to odvojeno za svaku od institucija Unije. ***Vertikalna struktura budžeta*** *(budžetska nomenklatura)* predviđena je članom 271, stav 3 Ugovora o EZ i članom 20 Finansijske uredbe. Zavisno od tipa i svrhe aproprijacija, svaka sekcija je podeljena na naslove, glave, članove i stavke. U skladu s članom 5 Finansijske uredbe, nijedan prihod ne može biti naplaćen i nijedan rashod izvršen, ako nije predviđen određenim članom u budžetu *(„No revenue may be collected and no expenditure effected unless booked to an article in the budget").* Ovo znači da član predstavlja ključno mesto za usklađivanje prihoda i rashoda, dok se stvarna organizacija određenog područja, koja treba da bude utvrđena od strane budžetskog organa, vrši na nivou budžetskih glava. Samo budžetski organi mogu odlučiti o transferima između budžetskih glava ili članova. Budžetska nomenklatura određuje se u toku budžetske procedure.

Opšti račun prihoda sadrži ukupno devet stavki:

1) vlastiti prihodi;
2) finansijski doprinosi;
3) dostupni suficit;
4) meso viti prihodi Zajednice (takse, dažbine i obaveze);
5) prihodi ostvareni od administrativnih aktivnosti institucija;
6) doprinosi programima Zajednice, otplati rashoda i prihoda od usluga izvršenih umesto plaćanja;
7) kamata na zakasnela plaćanja i novčane kazne;
8) zaduživanje i kreditne operacije;
9) drugi mešoviti prihodi.

Sve ove stavke dalje su podeljene na račune prihoda i račune rashoda u okviru svake sekcije. Realizacijom *računa prihoda i rashoda za svaku sekciju,* na strani prihoda nomenklatura je ista kao i za opšti račun prihoda. Međutim, na strani rashoda, pravi se razlika između ***administrativnih i operativnih rashoda,*** pa se u skladu s tim utvrđuje i nomenklatura.

Račun administrativnih rashoda isti je za sve institucije Unije i obuhvata sledeće subsekcije:[1456]

- rashodi u vezi s licima zaposlenim u instituciji;
- zgrade, oprema i mešoviti operativni rashodi:
- rashodi proizašli iz specijalnih funkcija koje institucija obavlja;
- interinstitucionalna saradnja, interinstitucionalne usluge i aktivnosti;

[1456] Dr S. R. Stojanović, op cit.

- procesuiranje podataka;
- osoblje i administrativni rashodi delegacija Unije;
- decentralizovani rashodi u vezi s pružanjem podrške osoblju i administraciji;
- drugi rashodi.

Račun operativnih rashoda sadrži sledeće subsekcije:[1457]

- Evropski fond za smernice u poljoprivredi i garancije (EFSPG): sekcija garancija;
- strukturne operacije, strukturni rashodi i povezani rashodi, finansijski mehanizam, ostale poljoprivredne i regionalne operacije, transport i ribarstvo;
- treninzi, mladi, kultura, audiovizuelni mediji, informisanje, socijalna politika i zapošljavanje;
- energija, Euroatom nuklearne zaštite i zaštita životne sredine;
- zaštita potrošača, unutrašnje tržište, industrija i transevropske mreže;
- istraživanje i tehnološki razvoj;
- spoljne akcije;
- zajednička spoljna i bezbednosna politika;
- garancije i rezerve.

Budžet sadrži različite stavke, članove, glave i naslove:

1. aproprijacije obezbeđene u toku određene finansijske godine;
2. aproprijacije obezbeđene za prethodnu godinu;
3. stvarni rashod u poslednjoj finansijskoj godini za koju su zatvoreni računi;
4. odgovarajuće primedbe na svakoj rashodnoj liniji.

U primeni principa specifikacije, vrše i određeni transferi između budžetskih glava i između članova.Izuzetak od primene principa specifikacije predstavlja postojanje *budžetskih rezervi.* Postoje dve grupe rezervi: one koje se uobičajeno obezbeđuju u budžetu i one koje se obezbeđuju na osnovu finansijske perspektive.

Rezerve koje se uobičajeno obezbeđuju u budžetu predviđene su članom 19 stav 4 i 5 Finansijske uredbe. Ukupno je određeno tri tipa rezervi:[1458]

1. privremene, tj. provizorne aproprijacije *(provisional appropriations);*
2. rezerva za nepredviđene slučajeve (eng. *contingency reserve);*
3. negativna rezerva (eng. *negative reserve).*

[1457] Ibidem.
[1458] Ibidem.

Suština ovih rezervi je u tome da se teži ka pojednostavljivanjem upravljanja budžetom. Radi toga one omogućuju izvršenje budžetskih glava u pogledu operacija u odnosu na koje detalji nisu u potpunosti određeni u vreme kada je budžet usvojen ili, pak, omogućuju povećanje odobrenih aproprijacija kako bi se finansirale nepredviđene potrebe ili izvršila njihova redukcija u cilju činjenja ušteda u toku budžetske implementacije.

Rezerve predviđene finansijskom perspektivom, predviđene su još od finansijske reforme 1988. godine. Budžet je sačinjen i implementiran u okviru limita rashoda utvrđenih finansijskom perspektivom. Na ovom nivou, srednjeročni okvir rashoda Zajednice takođe omogućuje postavljanje određenih margina kako bi se pokrili zahtevi za rashodima, koje je teško predvideti u vreme kada se sačinjava finansijska perspektiva. Finansijskom perspektivom predviđena su tri tipa ovih rezervi:[1459]

- monetarna rezerva;
- rezerva za garancije zaduživanja koje se daju državama - nečlanicama;
- rezerva za slučaj hitnih potreba država - nečlanica.

U budžetu je Svake godine predviđen određeni iznos rezervi ustanovljenih finansijskom perspektivom, i to u skladu s Finansijskom uredbom i Odlukom Saveta o budžetskoj disciplini. Ipak, kako se finansijski okvir određuje višestranim sporazumom između institucija, to je upotreba ovih rezervi predmet specijalne procedure koja omogućuje da se oba budžetska organa podjednako uključe u odobravanje, nezavisno od toga da li se radi o obaveznim ili neobaveznim rashodima. Procedura u vezi s zaključivanjem višestranog sporazuma detaljno je utvrđena u interinstitucionalnom sporazumu zaključenom 1993. godine, a poznata je kao „negativno koodlučivanje" (eng. *negative co-decision).* Negativno koodlučivanje se primenjuje u sledećem okolnostima:

- Kada smatra da neka od navedenih rezervi treba da se upotrebi, Komisija predstavlja predlog budžetskim organima o potrebi da se izvrši određeni transfer.

- U isto vreme saziva sastanak, kako bi obezbedila postizanje sporazuma između Evropskog parlamenta i Saveta u odnosu na potrebu da se upotrebi rezerva, i to u traženom iznosu.

- Ako dva budžetska organa ne mogu da se slože, suzdržaće se od donošenja bilo kakve odluke. Tada se predlog Komisije smatra odobrenim. Na ovaj način izbegavaju se ograničenja, i obezbeđuje se brz odgovor u slučaju hitnih potreba. Ove odredbe odnose se na finansijske uredbe u vezi s „mešovitim transferima" (onima koji se odnose i na obavezne i na neobavezne

[1459] Ibidem.

rashode) — predloži Komisije u vezi s transferima smatraju se odobrenim ukoliko budžetski organi ne odluče nešto drugo u toku perioda od šest nedelja.

6. Princip jedinstvenog računa znači da Evropska unija ima jedinstvenu valutu, koja se upotrebljava prilikom plaćanja u većini država - članica. Počev od 1999. godine koristi se „evro". Pre toga, od samog osnivanja Evropskih zajednica, pitanje zajedničke valute je stalno bilo u centru pažnje. Primenjivana su različita rešenja: upotreba belgijskih franaka; jedinstveni račun nalik na američki dolar; „zlatni paritet" jedinstvenog računa, EKI (ECU), itd.[1460] Ovaj princip predstavlja i implikaciju postojanja Evropske monetarne unije (eng. *European Monetary Union, EMU):* svi članovi EMU-a imaju istu novčanu valutu, koja se upotrebljava ne samo u transakcijama između država, nego i u unutrašnjim transakcijama u okviru svake pojedine države. Ovaj princip usvajanja jedinstvenog računa, koji se razlikuje od nacionalnih valuta, ustanovljenje na samom početku postojanja EZUČ, i to Odlukom 3/52 od 12. septembra 1952. godine, dok je u odnosu na EEZ i Euroatom zajednicu, ovaj princip utvrđen samim osnivačkim ugovorima (član 207 EZ ugovora i član 181 Euroatom ugovora).

7. **Princip transparentnosti** znači da je budžet Evropske unije javni dokument, dostupan široko zainteresovanoj javnosti. Realizacija ovog principa podrazumeva da se obavezno objavljuje budžet Evropske Unije, njegove izmene i usvajanje završnog računa. Takođe, podrazumeva se obezbeđivanje neophodnih informacija budžetskim organima i Revizorskom sudu. Informacije se dostavljaju Komisiji svakog meseca i tri puta godišnje u toku perioda budžetske implementacije. Iako je princip tranparentnosti još uvek pod znakom pitanja, očigledno je da će uskoro biti prihvaćen kao jedan od opštih principa funkcionisanja budžeta Unije.[1461]

Princip transparentnosti, koji se primenjuje na ceo budžetski ciklus, može imati formu zahteva za objavljivanjem budžeta, izmenama budžeta (amandmanima), finansijskini izveštajima (eng. *financial statements)* i zahtevima da se budžetskim organima i Revizorskom sudu pruže neophodne informacije. Uobičajeno, Komisija pruža informacije u vezi s budžetskom implementacijom svakog meseca i tri puta godišnje.

8. Princip doslednog ili jasnog finansijskog menadžmenta propisan je članom 274, stav 1 EZ ugovora. Utvrđeno je da će „Komisija implementirati budžet s sopstvenom odgovornošću i u okviru ograničenja postavljenih aproprijacijama, a imajući u vidu principe doslednog finansijskog menadžmenta.

[1460] Više vidi u: Daniel Strasser, *The Finances of Europe: The Budgetary and Financial Low of the European Communities, op. cit.* pp. 59-68 i *European Union Public Finance,* op. cit. pp. 157-159.

[1461] Vidi: *European Union Public Finance, op. cit.* pp. 159.

Države - članice će sarađivati s Komisijom, kako bi obezbedile da se aproprijacije koriste u skladu s principima doslednog finansijskog menadžmenta". Ovaj princip, kao i princip transparentnosti, trebalo bi primeniti u potpunosti u toku budžetske implementacije. U praksi, trebalo bi da se zasniva na defmisanju proverenih ciljeva, čiji se monitoring može vršiti putem merljivih pokazatelja, a sve u cilju da se menadžment zasnovan na sredstvima promeni u onaj koji je usmeren na postizanje rezultata.U realizaciji principa doslednog finansijskog menadžmenta, značajno je vršenje evaluacije akcija EU.
To je proces kojim se pokriva čitav period primene određene mere: od faze pripreme (u cilju definisanja ciljeva i sredstava), putem alokacije prihoda u budžetu, sve do završetka primene mere, kada se utvrđuju rezultati i donose zaključci u pogledu toga da li će se nastaviti s primenom mere ili ne.[1462] Pri tome, za jasan finansijski menadžment najveći značaj ima evaluacija koja se sprovodi pre preduzimanja odgovarajućih mera i akcija Unije. Ex *ante evaluacija* predstavlja važan uslov za vođenje politike jasnog i efikasnog menadžmenta programa Unije. Ovaj oblik evaluacije je, ujedno, i podrška pripremi predloga za preduzimanje novih ili obnavljanje postojećih akcija Unije. Svrha prethodne evaluacije sastoji se u prikupljanju informacija i analizi, koja može pomoći u ostvarivanju postavljenih ciljeva postizanju troškovne efikasnosti i oslanjanju na kasniju evaluaciju. Imajući u vidu navedeno, *ex ante* evaluacija se smatra analitičkim procesom, koji se može primenjivati u toku dužeg vremenskog perioda. Različite mere mogu se odvojeno preduzimati, što znači da je u pitanju proces koji se sastoji od odvojenih faza i različitih delova analize. Opšti zahtev za obavljanjem *ex ante* evaluacije utvrđen je Finansijskom uredbom iz 1977, a zatim i amandmanima iz 1995. godine, gde je u članu 2 predviđeno da se pre upotrebe EZ izvora mora izvršiti evaluacija, kako bi se obezbedilo da koristi, koje se dobijaju kao rezultat, budu proporcionalne upotrebljenim izvorima. Ovaj zahtev je detaljnije uređen u nacrtu detaljnih pravila za primenu Finansijske uredbe, gde je predviđeno da će predloži novih programa i akcija, usled kojih nastaju rashodi u opštem budžetu EZ biti predmet *ex ante* evaluacije.
Ex ante evaluacijom se utvrđuju:

- potrebe koje treba zadovoljiti;
- ciljevi koje treba ostvariti;
- očekivani rezultati i s njima povezani pokazatelji;
- moguće alternativne opcije;
- obim aproprijacija, ljudski resursi i
- drugi administrativni rashodi koji će biti alocirani u vezi s

principom troškovne efikasnosti.

[1462] *Ibidem,* pp. 160-166.

U skladu s zahtevom za vršenje *ex ante* evaluacije, kada podnosi predlog Evropskom savetu i Parlamentu za preduzimanje neke akcije, Komisija vrši određivanje s finansijskog aspekta i aspekta izvora. Određivanje, tj. specifikacija sastoji se u tome što se budžetskim organima podnosi finansijski izveštaj zajedno s predlozima rashoda. Finansijski izveštaj sačinjava se tako da može da pruži informacije u vezi s administrativnim i ljudskim resursima, kao i u vezi s operativnim aproprijacijama. Ovaj izveštaj smatra se „budžetskim" kada se podnosi zajedno s prelimmarnim nacrtom budžeta. U slučaju kada se podnosi s zakonodavnim predlozima koji imaju budžetske implikacije, reč je o „legislativnom" fmansijskom izveštaj u.
Legislativni finansijski izveštaj daje analitičko opravdanje zahtevanim aproprijacijama, i to na dva različita načina: prvi, prikazuje potrebu Zajednice za konkretnom akcijom određujući opšte ciljeve i dodatu vrednost, i drugi, obezbeđuje informacije o dostignutim rezultatima i troškovima specifikacijom predviđene prirode i otima rezultata i takođe određivanjem jedinačnih troškova. Svrhu ovoga predstavlja u pojednostavljivanje predloženog nivoa finansiranja i njegovog uticaja na očekivane rezultate.Prisutno je i mišljenje da *ex ante* evaluacija mera Zajednice predstavlja značajan instrument u primeni principa doslednog finansijskog menadžmenta. Osim *ex ante* evaluacije, članom 27, stav 4 Finansijske uredbe propisana je i *ex post* evaluacija. Ovaj oblik evaluacije primenjuje se na sve programe i aktivnosti povezane s značajnim trošenjem i rezultatima trošenja koji su dostupni zakonodavnim i budžetskim organima.

3. RASHODI BUDŽETA EVROPSKE UNIJE

Najvažniji rashodi budžeta Evropske Unije, predviđeni Finansijskom uredbom su:[1463]

1) poljoprivreda:

- rashodi za Zajedničku poljoprivrednu politiku, ZPP (eng. *Common agricultural policy, CAP)* - uglavnom se radi o tržišnim merama i direktnoj pomoći koja se pruža poljoprivrednicima;
- ruralni razvoj i mere u vezi s njim uvedene u okviru reforme ZPP 1992. godine.

2) strukturne operacije:

- Strukturni fondovi;

[1463] V.: European Commission, *European Union Public Finance, op. cit.* pp. 113-123 i 219-249.

- Kohezioni fond.

3) unutrašnja politika;

4) spoljna politika (spoljna akcija);

5) administracija

6) rezerve:

- monetarne rezerve;
- rezerve za slučaj vanrednih potreba;
- rezerve garancija za pokriće zajmova datih državama - nečlanicama.

7) pomoć pre pristupanja EU (eng. *Pre-accession aid).* U pitanju su rashodi za sledeće programe: Sapard (u oblasti poljoprivrede); ISPA (pomoć strukturnim politikama u pretpristupnom periodu), i PHARE.

Prema aktuelnoj budžetskoj klasifikaciji, razlikuju se sledeće kategorije rashoda:[1464]

- *Održivi rast* (eng. *Suistainable growth):* politika konkurencije; koheziona politika;
- *Prirodni* /zvon/životna sredina; rashodi za poljoprivredu; ruralni razvoj;
- *Sloboda, bezbednost i pravosuđe;*
- *Građanstvo;*
- *EU kao globalni akter:* pretprisutna pomoć; politika prema evropskim susedima; razvojna politika; humanitarna pomoć; demokratija i ljudska prava; zajednička spoljna i bezbednosna politika; instrument stabilizacije;
- *Administrativni* ras/zodr Komisija (isključujući penzije); druge institucije (isključujući penzije); penzije (za sve institucije).
- *Kompenzacioni rashodi za nove države — članice.*

Rashodi EU budžeta u 2006, 2007. i 2008. godini (u milijardama €)

Vrsta rashoda	2006.	2007.	2008.
Održivi rast	—	54,9	58,0
— konkurencija	7,9	9,4	11,1
- kohezija	39,8	45,5	46,9
Prirodni izvori	56,3	56,3	55,0
— životna sredina	0,2	0,2	0,3
— poljoprivreda	42,9	42,7	40,9
— ruralni razvoj	11,8	12,4	12,9
Sloboda, bezbednost, pravda	0,5	0,6	0,7
Građanstvo	0,5	0,6	0,6
EU kao globalni akter	8,3	6,8	7,3

[1464] Budžete EU za 2006, 2007. i 2008. godinu; http://ec.europa.eu/bucget/index_en.thm.

- pretpristupna pomoć	2,1	1,3	1,4
A dministracija	6,7	*6,9*	7,3
Kompenzaciona plaćanja	1,1	0,4	0,2
UKUPNO	121.2	126,5	129,1

Izvor: Budžeti Evropske unije za godine: 2006, 2007. i 2008, http://ec.europa.eu/budget/index_en.thm

Rashodi EU budžeta za poljoprivredu i kohezionu politiku u 2006, 2007. i 2008. god. posmatrano prema ukupnim rashodima (u %)

Vrsta rashoda	2006.	2007.	2008.
poljoprivreda	35,4	33,75	31,68
kohezija	32,83	35,96	36,32
UKUPNO	68,23	69,71	68%

Izvor: Budžeti Evropske unije za godine: 2006, 2007. i 2008, http://ec.europa.eu/budget/index_en.htm

U navedenim grupama rashoda, najveće je učešće rashoda za poljoprivredu i strukturne operacije. Ranije je odnos bio takav da se oko 40% ukupnih budžetskih rashoda izdvajalo za potrebe u poljoprivredi, a za strukturnu politiku oko 30%. Učešće ostalih rashoda uglavnom se kretalo oko 4% /slučaj s administrativnim rashodima i rashodima za spoljašnje i unutrašnje operacije).

Odnos rashoda za poljoprivredu i rashoda za kohezionu i regionalnu, odnosno strukturnu politiku, polako se menja u korist drugonavedene kategorije rashoda, tako da se iz EU budžeta za poljoprivredu izdvajalo 42,9 milijardi eura u 2006. godini (35,4%), zatim u 2007 - 42,7 milijardi eura (33,75%), a u 2008. godini - 40,9 milijardi eura (31,68%). U istom periodu došlo je do porasta rashoda za strukturne politike, koji su u 2006. god. iznosili 39,8 milijardi eura (32,83%), u 2007. - 45,5 milijardi eura (35,96%), a u 2008. godini - 46,9 milijardi eura (36,32%).[1465]

1. Rashodima za poljoprivredu obuhvaćene su različite mere čije se preduzimanje finansira u okviru ZPP. Po pravilu, reč je o rashodima garancija izdatih od strane Evropskog fonda za smernice u poljoprivredi i za garancije (eng. *European Agricultural Guidance and Guarantee Fund, EAGGF).* Od samog ustanovljavanja, svrhu ZPP predstavljalo je obezbeđivanje racionalnog razvoja poljoprivredne proizvodnje i tržišne stabilnosti, kao i garantovanje bezbednosti u snabdevanju hranom u vezi s specifičnom prirodom proizvodnje. Zasnovana na principu višestruke primene, ZPP mora u potpunosti biti kompatibilna s održivim razvojem, naročito s unapređivanjem

[1465] Dr S. Komazec i dr Žarko Ristić, Ekonomija kapitala i finansiranje razvoja, EtnoStil, Beograd, 2009.

metoda proizvodnje koji doprinose zdravoj životnoj sredini i efektivnoj upotrebi izvora, kao i osiguravanjem socijalne prihvatljivosti ove politike Unije.[1466]

Radi realizacije reforme ZPP, najvažniji koraci su preduzeti 1992, 1999. i 2003. godine, kada je izvršeno smanjenje cena osnovnih proizvoda radi njihovog usklađivanja s svetskim cenama. Gubici prihoda nastali usled primene ovih mera ublaženi su davanjem direktne pomoći proizvođačima. Uveden je i stvarni instrument ruralnog razvoja, kombinovanjem različitih mera pojedinačno sprovedenih do 1999. godine kroz jedinstveni (regionalni ili nacionalni) program rukovođenja horizontalnom uredbom. ZPP ima poseban značaj zbog toga što je to jedina zajednička politika EU. Imajući u vidu da izdvajanja za poljoprivredu i ruralni razvoj predstavljaju najveći rashod opšteg budžeta Unije, potrebna je detaljnija analiza finansiranja poljoprivredne politike u Uniji.

2. Rashodi za strukturne operacije uvedeni su za finansiranje mera strukturne pomoći u cilju unapređivanja ekonomske i socijalne kohezije u Uniji. Doprinos Zajednice mora biti praćen nacionalnim finansiranjem, tako da podrazumeva saradnju između Komisije i organa država - članica. Sredstvima Strukturnih fondova finansiraju se brojne operacije, kao što su:[1467]

- promovisanje razvoja i strukturnog prilagođavanja regiona koji zaostaju u razvoju;
- pomoć regionima, graničnim regionima ili delovima regiona koji su ozbiljno ugroženi opadanjem industrijske proizvodnje;
- prilagođavanje i modernizacija politika i sistema obrazovanja, treninga i zapošljavanja;
- podrška konkurentnosti različitih struktura u oblasti ribarstva; razvoj uspešnih poslovnih preduzeća i održavanje ravnoteža između ribarskog kapaciteta i dostupnih izvora;
- prekogranična, transnacionalna i interregionalna saradnja;
- ruralni razvoj kroz integrisane razvojne programe;
- transnacionalna saradnja u borbi protiv diskriminacije i nejednakosti na tržištu rada;
- ekonomsko i socijalno obnavljanje gradova, itd.

Radi ubrzavanja izgradnje unutrašnjeg tržišta, od usvajanja Jedinstvenog evropskog akta, Zajednica je proširila oblasti nekih svojih postojećih oblika unutrašnje i spoljnje politike.

3. U **oblasti unutrašnje politike** nalaze se područja koja obuhvataju:

[1466] Ibidem.

[1467] Ibidem.

- poljoprivrednu politiku (pregled strukture poljoprivrednih gazdinstava; kontrola u oblasti vinogradarstva i proizvodnje vina, maslinovog ulja, voća i povrća; zaštita šuma od atmosferskog zagađenja i požara);
- regionalnu politiku (doprinos Međunarodnom fondu za Irsku);
- oblast ribarstva i moreplovstva (doprinos za operacije inspekcije i pregleda u nacionalnim i međunarodnim morskim vodama, podrška menadžmentu izvora);
- saobraćaj (ustanovljavanje i razvoj zajedničke politike definisanje, unapređivanje, monitoring i evaluacija neophodnih sigurnosnih mera, uključujući Agenciju za bezbednost vazdušnog saobraćaja i Agenciju za bezbednost morske plovidbe, kao i održivu pokretljivost);
- operacije u vezi s treninzima, obrazovanjem, mladima, kulturom, informisanjem, audio-vizuelnim medijima i drugim socijalnim aktivnostima;
- aktivnosti u vezi s energetskom politikom, nuklearnom bezbednošću i zaštitom životne sredine;
- aktivnosti u vezi s proširivanjem unutrašnjeg tržišta i
- aktivnosti u cilju unapređivanja konkurentnosti industrije Unije putem istraživanja i tehnološkog razvoja.

4. U **oblasti spoljnje politike** nalaze se područja koja obuhvataju aktivnosti Unije u vezi s trećim državama, osim kada se radi o rashodima u vezi s proširivanjem EU i rashodima načinjenim od strane Evropskog fonda za razvoj. Pojedine od ovih mera imaju horizontalni karakter, dok se druge određuju prema geografskim područjima. Mere u oblasti **opšte saradnje** su:[1468]

- humanitarna pomoć i pomoć u hrani;
- inicijative u oblasti demokratije i ljudskih prava;
- aktivnosti u okviru zajedničke inostrane i bezbednosne politike (ali ne i operativni rashodi u vezi s vojnim operacijama i odbranom);
- kompenzaciona plaćanja državama — nečlanicama u okviru sporazuma o ribolovu radi pristupa njihovim vodama ili u vezi s aktivnostima zaštite životne sredine izvan teritorije EU;
- učešće Unije u različitim operacijama u vezi sa zemljama u razvoju, uključujući i doprinose programima implementiranim od strane drugih međunarodnih tela ili nevladinih organizacija;
- operacije u slučaju vanrednih potreba;
- saradnja s balkanskim državama (CARDS program);

[1468] Ibidem.

- saradnja s mediteranskim državama - nečlanicama;
- saradnja s azijskim i latino-američkim državama u razvoju;
- aktivnosti u vezi s Južnom Afrikom;
- saradnja s državama Afrike, Kariba i Pacifika.

5. Administrativnim rashodima obuhvaćeni su rashodi svih sedam institucija Unije:[1469]

1) određeni interinstitucionalni rashodi (penzije službenika i stalnog osoblja; subvencije EU evropskim školama; tekući troškovi Kancelarije za službene publikacije Evropskih zajednica);

2) rashodi institucija za: osoblje, zgrade i opremu, obradu podataka, podršku osoblju i decentralizovanoj administraciji (formalni i drugi sastanci, studije, treninzi, itd.), aktivnosti u vezi s interinstitucionalnom saradnjom (interpretiranje, prevođenje, socijalna pomoć, itd.), Službeni list *(Official Journal of the European Communities),* publikacije, osoblje i funkcionisanje delegacija izvan EU, osoblje i operacije Evropske kancelarije za borbu protiv pronevere, itd.;

3) rashodi u vezi s obnavljanjem specijalnih funkcija: opšte dotacije, subvencije različitim telima, učešće u događajima koji su od interesa za EU.

6. U budžetu Evropske unije predviđene su tri grupe rezervi:[1470]

- monetarna rezerva,
- rezerva za slučaj vanrednih potreba i
- rezerva garancije (plaćanja iz Garantnog fonda za pokriće rizika stvorenog zaduživanjem i pozajmljivanjem). Svaka od ovih rezervi ima jasno utvrđeni cilj koji treba ostvariti u određenoj oblasti.

7. Pomoć u pretpristupnom periodu obuhvata:[1471]

a) Pomoć državama - kandidatima iz centralne istočne Evrope. Ovom grupom rashoda obuhvaćene su plaćanja iz oblasti tri programa: SAPARD, ISPA i PHARE.

b) Pomoć mediteranskim državama — kandidatima za članstvo u Evropskoj Uniji (ranije Kipar, Malta i Turska, a sada samo Turska); [1472]

c) Poseban oblik pomoći predstavlja *CARDS program,* kao oblik finansijske pomoći koju Unija pruža državama zapadnog Balkana, koje su potencijalni kandidati za članstvo.

d) *IPA program* predstavlja jedinstveni instrument finansijske pomoći u pretpristupnom periodu. Počev od 2007. godine ovim programom zamenjeni su svi dotadašnji programi pretpristupne pomoći i CARDS program.[1473]

[1469] Ibidem.
[1470] European Commission, Financing the European Union, Brisel 1998.
[1471] Dr S.R. Stojanović, Finansiranje Evropske unije, Službeni glasnik, Beograd, 2008.
[1472] Dr Ž. Ristić, Deficitarno fonansiranje javnog sektora, Liber, Beograd, 2009.

D O D A T A K

Znanje je tek onda znanje kada je stečeno
naporom vlastite misli, a ne pamćenjem.
L. Tolstoj

[1473] Dr Ž. Ristić, Fiskalna ekonomijai menadžment javnog sektora, Liber, Beograd, 2008.

PREDUZETNIČKA I MENADŽERSKA EDUKACIJA: EKSPERTSKA ZNANJA

Došlo je vreme veoma brzih naučnih i tehnoloških promena. Računari i telekomunikacione tehnologije postaju nezaobilazna sredstva u bilo kojoj ljudskoj delatnosti, a naročito u svetu globalnog biznisa i elektronskih finansija. Danas je gotovo nemoguće uspešno obavljati posao bez primene računarskih tehnologija, interneta i ekstraneta. Većina elemenata mikro i makro poslovnog okruženja ili okruženja poslovanja se svakodnevno menja i prilagođava, a za svet biznisa je neophodno da se raspolaže pravim i pravovremenim informacijama da bi se donela adekvatna i pravovaljana poslovna odluka. Takvu logistiku mogu da daju samo poslovno-finansijski informatičari (informatička ekonomija i elektronske finansije), koji simultano, poznaju i poslovnu informatiku, i poslovnu ekonomiju i poslovne finansije.

ZNANJE ZNANJU ZNANJEM

Ko ne zna, a ne zna da ne zna, opasan je,
izbegavaj ga.
Ko ne zna, a zna da ne zna, mlad je,
nauči ga.
Ko zna, a ne zna da zna, "spava
", probudi ga.
Ko zna, a zna da zna, mudar
je, sledi ga.

Konfučije

Međuzavisnost obrazovanja, tehničkog progresa i zapošljavanja ključan je trougao u usmeravanju privrednog razvoja, budući da obrazovanje predstavlja proces kreiranja "ljudskog kapitala". Usled toga se i obrazovanje afirmiše, kao društveno opravdana investicija, a ne kao trend i svojevrsni društveni trošak, koji opterećuje materijalnu proizvodnju. I, pošto je obrazovanje u funkciji tehničkog progresa sa sračunatim efektima za povećanje proizvodnosti rada, onda i ulaganja u primenjena i razvojna istraživanja valja tretirati kao nužan trošak reprodukcije. Zato je potrebno iznaći novi tip ekonomske politike, koja će se koncentrisati na istraživanje ljudskog kapitala i tehnološkog progresa u cilju programiranih strukturnih promena u privredi, pošto proces difuzije tehničkog progresa poprima različite oblike inovacija u komplementarnoj formi za obrazovanjem, koje unosi kvalitativne promene u inputima. S pravom se u savremenom svetu naglašava da

mnoštvo robe nije samo vid društvenog bogatstva uopšte. I naučna istraživanja već postaju proizvodna snaga zahuktalog postindustrijskog društva sa vizijom treće tehnološke revolucije u čijem epicentru stoji vrhunska nauka i vrhunsko obrazovanje. To je, pak, dovelo do čvrste koordinacije obrazovne, naučnoistraživačke, tehnološke i industrijske politike u savremenom svetu, ali i do intenacionalizacije proizvodnje, koja je produkovala mondijalizaciju istraživanja i tehnološkog razvoja, kao nove propulzivne snage za oplodnju kapitala i akceleraciju privrednog rasta.

Vrednost dodatnog ljudskog kapitala uglavnom zavisi od dodatnog blagostanja, koje ljudska bića iz njega izvlače tokom radnog i životnog veka, budući da ljudski kapital pridonosi proizvodnosti rada, preduzetničkoj sposobnosti, realnim zaradama i blagostanju, kao svestranom delu tekuće i buduće potrošnje. Novi pristup kvalitetu stanovništva sastoji se u tome da kvalitet tretira kao oskudni resurs. Takav kvalitet ima svoju ekonomsku vrednost, a sticanje kvaliteta zahteva troškove. Odnos između prinosa od dodatnog kvaliteta i troškova sticanja kvaliteta jeste ključ za analizu ljudskog ponašanja, koje određuje vrstu i veličinu kvaliteta stečenog u vremenu. Kvalitet stanovništva se povećava tokom vremena kada prinosi nadmašuju troškove. Samim tim, porast ponude kvaliteta, odgovor je na porast društvene tražnje za datim kvalitetom i obrnuto.

Ljudi, po pravilu, sami u sebe investiraju, bilo kao pojedinci ili roditelji iz privatnih izvora (ličnih sredstava) bilo kao platioci poreskih kvota preko javnih fondova i budžeta. Ljudi, dakle, sami ulažu u bogatstvo naroda, povećavajući iznos ljudskog kapitala, bez obzira što je postojeće znanje u nacionalnom bogatstvu ograničeno na komponente, koje su izvan čoveka. Ekonomisti su zanemarivali ljudsko bogatsvo verovatno iz uobičajenih ograničenja u shvatanju kapitala, jer se rad apstrahuje od kapitala, koji je investiran u čoveka. Savremeni ekonomisti su zapravo zaobišli struktrunu analizu ljudskog bogatstva iz razloga što je klasični tripartitni tretman zemlje, rada i kapitala bio duboko usađen u ekonomskoj nauci. Tek se moderniji ekonomisti ne zadovoljavaju analizama kapitala, koje se ne ograničavaju samo na fizičku imovinu, već insistiraju na kompleksnije shvatanje kapitala, koje uključuje zalihe ljudskog kapitala. Obrazovanje valja shvatiti kao investiranje u ljude. Zato je pogrešno obrazovne izdatke tretirati kao tekuću potrošnju, kao izdatke za blagostanje i trošenje resursa, koje smanjuje štednju. Obrazovanje nije u osnovi potrošno dobro već kvalitet stanovništva u formi ljudskog kapitala sa rastućim prinosima. Znanje, kao rezultat obrazovnih usluga je najznačajniji motor proizvodnje koji nam omogućava da vladamo privredom i da zadovoljavamo naše potrebe.

Ekonomska važnost poboljšanja kvaliteta stanovništva je velika, jer je i doprinos ljudskog kapitala proizvodnosti i blagostanju rastući po širini i dubini. Svojstva stečenog kvaliteta stanovništva, koja predstavljaju vrednost i koja se investicijama uvećavaju, komponuju ljudski kapital, čiji svaki element, koji se stiče u vidu kvaliteta, sadrži određenu količinu utrošaka, i ulaganja za sticanje

dodatnog ljudskog kapitala zavise od dodatnog blagostanja, koje ljudi iz njega izvlače. Veličina stečenog ljudskog kapitala sastoji se od sposobnosti i informacija, koje imaju ekonomsku vrednost. Povećanje kvaliteta stanovništva, ulaganjem u ljude, povećava ukupnu implicitnu štednju za nova ulaganja u dodatni ljudski kapital.

Šta je vrednije od zlata - Dijamant. Od dijamanta - znanje.
Od svih dobara na svetu, znanje je najbolje: ono se
ne može ni uzeti, ni dati, ni kupiti, ni prodati.
Ono ostaje zauvek tvoje, kad ga jednom stekneš.
Hitopadesha

Ljudi preraspodeljuju svoje vreme u korist obrazovnih usluga, koje "kupuju" kada reaguju na promene u očekivanim dohocima i zadovoljstvima, koje očekuju u vidu dobitka od sopstvenog obrazovanja. Ljudi preraspodeljuju svoje vreme u korist budućih sposobnosti koje imaju vrednost. Kriva ponude sposobnosti raste paralelno sa porastom vrednosti sposobnosti da se preraspodeljuju resursi. U procesu modernizacije raste krivulja tražnje za ekonomskim vrednostima sposobnosti, koja se efektuira u povećanju opšte proizvodnosti, kao društvenog dobra, i poboljšanju alokacije za život, kao privatnog dobra, derivanih iz društvenih efekata javnih dobara, koji se redistribuiraju i alociraju upotrebom dodatnog ljudskog kapitala i rastućeg kvaliteta stanovništva. Zato se smatra da školovanje nije samo potrošna aktivnost u smislu isključivog postizanja zadovoljstva i korisnosti, već da se troškovi obrazovanja svesno snose da bi se stekao proizvodni kapital utelovljen u ljudskim bićima, koji obezbeđuju buduće usluge, koje se sastoje od budućih zarada budućih "proizvodnih" zanimanja i budućih potrošačkih zadovoljstava. Stoga, obrazovanje, kao investicija u humani kapital doprinosi povećnju štednje, koja se neopravdano izostavlja u ekonomskim računima (jer se štednja, ograničava samo na formiranje fizičkog kapitala.). A pošto se preduzetnička sposobnost povećava sa dodatnim obrazovanjem, ozbiljna je greška što se javni i privatni izdaci za školovanje uzimaju kao tekuća potrošnja, a ne kao investicija u buduće zarade i buduća zadovoljstva. Greška je očigledna iz razloga što se troškovi obrazovanja tretiraju kao izdaci za socijalno blagostanje, kao teret za državu i njene javne fondove, kao neproduktivna alokacija resursa od poreza, koji smanjuju štednju i produktivno investiranje.

Ekonomska vrednost ljudskog kapitala, bilo da se posmatra sa stanovišta kvalifikacija, preduzetnišva, zdravlja, produktivnosti zarada ili blagostanja, povećava se, samim činom produžavanja korisnog života i povećanja prinosa od očekivanog života, koji je važan faktor u procesu podstizanja ulaganja u razne oblike ljudskog kapitala i vrednovanja fondova datog kapitala.Ulaganja u dodatno školovanje sada postaju izazov, a vreme provedeno na radu obrazovanih ljudi postaje proizvodnije i isplativije (korisnije). Kvalitet stanovništva se, prema tome,

povećava, a investicije u ljudski kapital postaju važan faktor rasta. Samim tim, štedni fondovi postaju bogatiji. Obrazovanje uopšte, a posebno visoko specijalizovano obrazovanje, jeste skupa delatnost. Visoki i rastući troškovi obrazovanja to nedvosmisleno i potvrđuju u savremenom svetu. Ali, svima je jasno da se troškovi mogu mnogo jednostavnije izračunati elementarnim sabiranjem izdataka u "odnosu" na vrednost obrazovanja. Stoga se i alokacija resursa u oblasti visokog obrazovanja po pravilu posmatra kroz troškove, a ne kroz vrednost usluga. Prednost tako dobija statička alokacija u odnosu na dinamičku alokaciju resursa u procesu ooiguranja obrazovnih usluga, koje pružaju univerziteti i fakulteti. Tržište i planiranje daju oskudne informacije na kojima se temelje alokativne odluke obrazovnih institucija. Da li su onda inicijalni troškovi visokog obrazovanja pouzdan indikator opravdanja investicija u obrzovanju ili se tome moraju do dati i očekivane više zarade korisnika obrazovnih usluga i povećane veličine obrazovnog kapitala, koje daju ove usluge kroz duži niz godina.

Pošto je svaka investicija u visokom obrazovanju dugoročna buduća obaveza, koja prati neizvesnost i rizik, bitna su onda sva tri momenta (uključujući i tržište radne snage i obrazovno planiranje); da bi se donele pravilne alokativne odluke (uključujući i redistributivne odluke) smatra se da se količina kapitala mora povećavati putem investicija, kako u fizički tako i u ljudski kapital; ona se i prilagođava promenama relativnih cena proizvoda i proizvodnih faktora, uključujući i promene vrednosti usluga, koje pružaju ljudi. Dakako, prilagođavanja impliciraju i preraspoređivanje raspoloživih resursa u ekonomskim procesima, radi maksimiranja blagostanja ljudi. Otuda se i savremena ekonomska teorija "trudi" da ljudski kapital eksplicira kao integralni deo teorije kapitala, koja uključuje i alokaciju vremena ljudi sa stanovišta njegove sadašnje i buduće vrednosti. I, pošto stopa prinosa na investicije u ljudski kapital teži da premaši stopu prinosa na investicije u fizički kapital, porast ekonomske vrednosti ljudskog vremena postaje centralno pitanje. Porast ljudskog kapitala je nerazdvojni pratilac modernog ekonomskog rasta. No, teorije ekonomskog rasta zanemaruju promene koje se događaju u vremenu sa relativnim cenama usluga faktora proizvodnje. Ne vodi se, zapravo, dovoljno računa o cenovnim efektima ljudskog vremena u alokaciji tekućih raspoloživih resursa i investiranju u cilju povećanja buduće količine kapitala, posebno odmeravanju dodatnih efekata. To bi, na primer, maglo da znači da se realne zarade visoko obrazovnih radnika mogu smatrati kao zbir normalnih zarada i dodatnih troškova, koji su potrebni da se vrednuje njihovo obrazovanje. Stoga su sasvim realne visoke zarade obrazovanja. U promenama apsolutnih razlika u dohocima, prema tome, leži ključ za razumevanje da li se ekonomski isplati investiranje u ljudski kapital, kao što je obrazovanje, u odnosu na cilj, povećanja prinosa, verovatno da bi se nadoknadili rastući troškovi dodatnog obrazovanja i da bi se podsticala personalna tražnja za visoko obrazovanje (koje se često kreće i iznad dohotka). Tražnja, u uslovima anticipirane stope prinosa, koji se očekuje od alternativnih investicija, vuče za sobom ponudu (koja

često raste ne zavisno od kapaciteta), tako da u preseku ponude i tražnje otkriva porast cena u vremenu i u vrednosti komplementarnih oblika kapitala (ljudski u odnosu na materijalni). Ljudski agens tako postaje "kapitalista" putem povećanja svog ličnog ljudskog kapitala, a cenovni i dohodovni efekti porasta vrednosti ljudskog vremena favorizuju ljudski kapital u odnosu na fizički kapital. Osim toga, cenovni i dohodovni efekti alokacije vremena sa stanovišta zarada po satu, dovode do "pomeranja" trenutka stupanja na plaćeni rad u korist dodatnog obrazovanja, jer su izgubljene zarade niže od budućih i očekivanih zarada, i od količine kumuliranih dohodaka za penziju. Porast realnih zarada je u osnovi dobitak u ekonomskom blagostanju obrazovnih ljudi.

Pojedine komponente, uključene u potrošnju, mogu se uzeti kao investicije kapitala ne zato što su izdaci učinjeni za krajnja dobra nego zato što je upotreba dobra povezana sa efikasnošću potrošača, kao proizvođača, te komponente potrošnje uglavnom se odnose na obrazovanje i mogu se tretirati kao investicije u čoveka. Poznato je da pojedinac ne može kupovati i prodavati sopstveni obrazovni kapital. Fond ljudskog znanja ne može se jedino koristiti do kraja života i prenositi na buduće generacije u vidu stečenih znanja i iskustva. To su u osnovi ključne razlike u odnosu na vlasništvo fizičkog kapitala, koji se može i oporezivati. Investicija u obrazovanje je stečena sposobnost koja se dugoročno efektuira, iako se netržisne vrednosti ljudskog kapitala ne uračunavaju u stope prinosa.

Znanje, kao kolektivno društveno dobro, povećava kvalitet i fizičkog i ljudskog kapitala, koji se regeneriše i permanentno stavlja na raspolaganje korisnicima. Opadajući prinosi nisu karakteristični za znanje, iako je nauka podložna dugim ciklusima. Za nauku nisu presudni sadašnji troškovi, već buduće koristi. Naučni progres, po pravilu, povećava proizvodne kapacitete privrede i blagostanje ljudi. Vrednost doprinosa nauke prevazilazi stope prinosa od privrednih investicija. Stoga se, doprinos nauke ne može valorizovati kroz cenu javnih dobara proizvedenih u javnom sektoru pod pokroviteljstvom budžetskih fondova. Kao znanje, nauka je poseban oblik kapitala, koji je striktno proizveo čovek. Ono je opredmećeno u ljudskim bićima, kao ljudski kapital, u naučnoj literaturi, u razvojnim ostvarenjima, u tehničkom progresu, u novoj tehnologiji, u kulturi, u društvenom statusu i socijalnom ponašanju. Znanje i nauka su izbor novih proizvodnih resursa i kvaliteta životnog standarda, i izvor budućih prinosa i dobrobiti. Zato je znanje društveno dobro sa ekonomskim vrednostima. Naučnici su, samim tim, visoko proizvodni, iako društvo, koje izvlači koristi iz njihovog rada, potrošački nominuje naučne fondove. I, dok se konačno ne shvati da je znanje izvor dohotka, bogatstva i blagostanja, dotle će sva ulaganja u ljudski kapital imati vrlo niski društveni prioritet. U teoriji obrazovanja se empirijski dokazuje da danas nema pedagogije bez filozofije i filozofske antropologije, jer valja znati i naučiti "šta i kako predavati" i otkriti "sve zasede" institucija školstva i obrazovanja iz kojih "izlazi čovek". Veza između obrazovanja i države (polisa) za koju

priprema intelektualnu elitu artikulisana je kao racionalistička pedagogija i podvrgnuta je zahtevu univerzalnosti. Aristotelova inovacija je obrtanje Platonove perspektive: od sećanja prema samoanticipiranju znanja. Montaigne je, pak, tražio izbegavanje istorijske teleologije u obrazovanju i visoko postavio funkciju medija jezika. Lock je u verbalizmu video najveću prepreku pravnom intelektualnom obrazovanju i, stoga, ponudio epistemologiju, koja upućuje na asocijacionističku psihologiju, a ne na empirizam. Rousseauova misao uvodi pedagošku modernu varijantu time sto pokazuje da je svako obrazovanje plod posredovanja i lukavstva vladara. Kant upozorava na prinude obrazovanja, koje su "posredovanja" prema slobodi u skladu sa univerzalnim. Hegel je kontraindikaciju između prinude postupka i slobode cilja rešavao tako što u "živom" usijanju obrazovanja vidi izlazak čoveka iz "njega samoga". Condoncent je bio sumnjičav prema obrazovanju, odnosno državi, koja ga upriličuje kao besplatnu laičku školu, koja jamči slobodu i jednakost. Bergson razmatra ideju intelektualnog napora koji mora biti u središtu obrazovanja, kao usvajanje i ostvarenje ideje. Najzad, za Merieau-Pontya, koji ne veruje u zadatu ljudsku prirodu, pedagogija se može jedino utemeljiti fenomenološki, ali sa one strane empirijskog.

Usled toga, menadžment ljudskog kapitala jeste važan segment globalnog menadžmenta, koji eksplicitno dokazuje (teorijski i empirijski) da društvene delatnosti, a u prvom redu nauka, obrazovanje, kultura i zdravstvo, gube potrošni tretman, iako se njihovi troškovi (alimentiranja) iskazuju u okviru budžetskih izdataka države ili rashoda javnih fondova. Ulaganja u društvene delatnosti sve se više shavataju kao investicije u humani kapital, koji se dugoročno efektuira bez dodatnih ulaganja. Investicije u ljudski kapital tako postaju važan faktor rasta (iako se netržišne vrednosti ljudskog kapitala ne uračunavaju u stope prinosa), a vrednost "doprinosa" društvenih delatnosti često prevazilazi stope prinosa od privrednih investicija. Zakidanje na ulaganjima u ljudski kapital u krajnojoj instanci, svodi se na siromašenje u kvalitetu znanja, kadrova, zdravlja i kulturnim vrednostima na kojima inače počiva budući privredni rast sa sračunatim efektima na proizvodnost rada, rentabilitet ulaganja, štednju i blagostanje. To je, upravo, i smisao izučavanja menadžmenta ljudskih resursa, kao savremene naučne discipline, koja treba da odgovori na pitanje da li imamo ljude koji su nam potrebni danas i da li stvarno ljude koji će nam trebati sutra.

"Najvću pažnju treba obratiti prvo na vojsku, drugo na finansije, treće na sud, četvrto na crkvu, peto na školstvo."
Dositej Obradović

Razvoj nauke i obrazovanja (konstantno poboljšanje naučnog i kulturnog obrazovanja stanovništva) smatra se jednim od najvažnijih činilaca progresa čovečanstva. Znanja omogućavaju čoveku da shvati zakone, koji, upravljaju raz-

vojem sveta u kome živi, da ovlada zakonima prirode i da dostigne veći nivo životnog standarda. Poboljšanje obrazovanja obogaćuje duhovni život individue i omogućava mu da koristi prednosti kulture, nauke i umetnosti. Zato se i karakteristika našeg vremena ispoljava kroz sve veću težnju ljudi za većim obrazovanjem i iskorišćavanjem znanja stečenog tokom duge istorije čovečanstva. Zato su i zahtevi za obrazovanjem važni isto toliko koliko i potreba za hranom.

Obrazovanje na radnom mestu je drugi oblik akumulacije ljudskog kapitla, koji povećava snagu i energiju jednog naroda i poboljšava njihovo zdravlje i vitalnost. Zato je i vrlo naglašena tesna povezanost između bilo kojeg obrazovnog indeksa i dohotka po stanovniku. Ta veza potiče iz teorije i empirijske činjenice: obrazovanje i ekonomski razvoj su oduvek i uvek u uskoj vezi; jer, u osnovi, obrazovanje stalno veze potrebe života i rada. Zbog toga se, uglavnom, smatra da su javne službe ili društvene delatnosti, istovremeno, i potrošnja i investicija. Tačku preseka nije lako utvrditi, jer nije svejedno gde povući granicu između ličnog i društvenog interesa. Zato se ova dva gledišta komplementarno dopunjuju. Obrazovanje utiče na izmenu čovekovih potreba. Obrazovan čovek proširuje krug svojih potreba, želja i mogućnosti. Neobrazovan čovek, pak, svodi svoje potrebe na osnovne, primarne i egzistencijalno vezane za njegov biološki opstanak. “Neobrazovan čovek nema potrebe, on je loš potrošač”.

U teoriji i praksi, evidentna su dva pristupa obrazovanju: prvi pristup uzima obrazovanje kao potrošnju, a drugi pristup uzima obrazovanje kao investiciju. Obrazovanje, kao potrošnja, pridonosi poboljšanju životnog standarda pojedinca. Obrazovanje, kao investicija, pridonosi povećanju nacionalnog dohotka i društvenog bogatstva. “Ljudi ulažu sve svoje sposobnosti, znanja i iskustva u osiguranje svoje materijalne egzistencije, u privredni potencijal i njegov prosperitet, jer je nivo privrednog razvoja osnova koja određuje napredak ljudskog društva i pojedinca. Unapređenje i modernizacija proizvodnje, i povećanje proizvodnosti rada zahtevaju da kadrovska problematika postane sastavni deo opšte privredne politike i da dobije ravnopravno mesto i u planovima radnih organizacija i u planovima društvenih zajednica. U privrednom razvoju svake zemlje ništa nije važnije od kadrova, procesa njihovog sticanja znanja i veština, i stvaralačke sposobnosti, tj. stvaranja kadrovskog potencijala za pokretanje i racionalno korisćenje materijalnih izvora, i stvaranja materijalnih dobara".

Susreli se nauka, novac i čast. Na rastanku nauka reče:
ko me želi, ja sam na univerzitetu. Novac reče: ko me traži,
naći će me u banci. Čast ćuti. Na pitanje, gde se može naći, reče:
ko me izgubi, nikada više me ne može naći.
Srpska izreka

Čovek je danas oblik kapitala koji se izgradio u toku određenog vremenskog perioda. Ali, mi, za sada, ne znamo koliko “košta" da se čovek pripremi za

aktivnu ulogu u privredi i društvu niti možemo da utvrdimo stepen rentabilnosti ulaganja u čoveka. Zato je i danas gotovo nemoguće izmeriti rentabilnost izdataka društva na obrazovanje bez obzira da li se koristi mikroekonomski (individualni) ili makroekonomski (društveni) pristup. Zato ne možemo pouzdano da izmerimo ni koristi od ulaganja u čoveka. Teško je, konačno, izmeriti i tzv. sklonost investiranja u obrazovanje i očekivanu dividendu od obrazovanja.

Imaj vremena za rad - to je cena uspeha.
Imaj vremena za razmišljanje - to je izvor moći.
Imaj vremena za igru - to je tajna mladosti.
Imaj vremena za čitanje - to je osnova mudrosti.
Imaj vremena za prijateljstva - to je put sreće.
Irska iskrica

Visoko obrazovanje, kao sastavni deo institucije "Waifare-State",pretrpelo je gubitak poverenja kod stanovništva i povlašćenog mesta u hijerarhiji ciljeva javne vlasti. Zbog toga je došlo i do opadanja tržišne vrednosti diploma; pogotovo besplatne usluge i finansijska pomoć, koja raste u skladu sa poreskom naplatom prihoda, na čelu državnog finansiranja. No, i direktivni propisi kontrole reflektuju činjenucu da visokom školstvu nisu dati instrumenti makroekonomske regulacije da bi obrazovanje proizvelo optimalno investiranje u ljudski kapital. Zato ponuda obrazovanih usluga i državni način finansiranja razotkrivaju neefikasnost i nefunkcionalnost obrazovnog sistema svuda u svetu. U većini zemalja OECD i EU visoko obrazovanje finansira se kanalom državnih subvencija, koje se neposredno doznačavaju ustanovama. Svaka individua, koja ulazi u izbor obrazovnih usluga, uživa državne subvencije u istom iznosu. Ali, nediferencirana subvencija se dodeljuje "proizvodu", a ne licu, u skladu sa svojim raspoloživim prihodima. Stoga, državno finansiranje produkcije visokog obrazovanja (školstva) doprinosi izjednačavanju šansi pojedinaca i reprezentuje oruđe preraspodele dohotka. Vlade, u relativno značajnoj meri, učestvuju u ulaganju u obrazovanje kanalom budžetskih dotacija, koje se alimentiraju iz "društvnog fonda" zasnovanog na opštem poreskom sistemu. Vlade i poreski obveznici su više skloni ka subvencijama u gotovom novcu, nego novčanim transferima. Zato je sadašnji način društvenog finansiranja visokog obrazovanja takav da je "proizvod" subvencionisan bez uzimanja dohodovnog nivoa u obzir. Subvencija je, prema tome neutralna u pogledu jednakosti dohodaka, mada raspodela subveneija daje prednost grupama sa višim i visokim primanjima. A da bi se nadoknadili nepovoljni efekti regresivne podele društvenih subvencija na raspodelu dohotka poreski sistem treba da bude progresivan. No, i pored toga, državno finansiranje ne daje sračunate redistributivne efekte, jer se ni jedna tačna preraspodela među

dohodovnim grupama nije ostvarila kanalom programa visokog obrazovanja finansiranog iz državnog fonda.

Makroekonomska neefikasnost, koja proističe iz sistema direktnog državnog finansiranja "proizvoda" visokog obrazovanja, doprinosi neusklađenosti između formacije ljudskog kapitala i radnih mesta. Produkcija visokog obrazovnog sistema, stoga, doprinosi "dekvalifikaciji" diploma i netržišnom vrednovanju znanja. Javna vlast i planeri, u nedostatku organizovanog "tržišta" visokog školstva, ne raspolažu informacijama o preferencijama korisnika obrazovnih usluga da bi utvrdili tipove obrazovanja u skladu sa sadašnjim i budućim kadrovskim potrebama privrede. Radi se o tome da se stvore pretpostavke za eliminisanje ograničenja "imperijalizma" ponude, koja treba da korespondira tražnji na "kvazi tržištu" visokog školstva i da se, na taj način, uklonimonopol nad proizvodnjom netržišnih državnih organizacija. To, međutim, implikuje reformu sadašnjeg državnog finansiranja visokog obrazovanja, kroz normiranje po marginalnoj ceni koštanja usluga, kroz privatizaciju potrošnje i kroz diskriminacionu politiku finansiranja i regulacije.

Normiranje po marginalnoj ceni koštanja produkcije visokog obrazovanja omogućava da se poredi efektivna cena koštanja obrazovanja jedne individue na svakom ogranku i stepenu obrazovanja, da se izvrši racionalan izbor korisnika usluga i da se obim i struktura obrazovne produkcije efikasno usmeri na "tržište". Normiranje bi bilo zasnovano na privatnoj ili zajedničkoj koristi, koja prati vrednost ponuđene usluge svakom studentu. Normiranje po marginalnoj ceni najbolji je kompromis između zahteva za efikasnim upravljanjem, za elastičnošću ponude u odnosu na tražnju i za efikasnost pojedinačnog i zajedničkog izbora.

Privatizacija tražnje, u ovom kontekstu, ima za zadatak da ulaganja u obrazovanje "podeli" na finansiranje iz državnih sredstava i na finansiranje iz privatnih sredstava. A da bi se to ostvarilo potrebno je fiksirati prava na upis na iznos koji odgovara marginalnoj ceni koštanja i sadašnju nediferenciranu pomoć "proizvodu" školstva (subvenicija) zameniti državnom pomoći pojedincima u skladu sa kontributivnim sposobnostima svakog studenta, individualnom tražnjom i, svakako, u skladu sa principom jednakosti, pravednosti i efikasnosti.

Sklonost ka ulaganju u obrazovanje, u pravilu, zavisi od imovinskog stanja i očekivane koristi. Diskriminaciona politika finasiranja i regulacije, u tom sklopu, teži da maksimizira dobitke. To bi se ostvarilo putem lične finansijske pomoći, finansijskih podsticaja i diferencijalne pomoći, kao alternativnih načina finansiranja visokog obrazovanja. U tom kontekstu, svaki student, koji ulazi u izbor, trebalo bi da plati "pravo na upis" (tuitions and fees) koje je jednako marginalnoj ceni koštanja produkcije usluga, koja se pruža, To pravo bi odgovaralo stvarnim troškovima da bi usmerilo odluku korisnika, koji pojedinačno plaća obrazovnu uslugu uporedo sa dodelom doznaka iz državnog budžeta. Na to bi se nadovezala lična finansijska pomoć bilo u vidu zajma ili novčane doznake, bilo u kombinovanoj formuli. Zajam bi, samim tim, omogućio da se konkretan finan-

sijski teret za vreme sticanja znanja i diplome odložio za period profesionalne aktivnosti. Zajam (bez obzira na formu: privatni, državni, zajam u bonovima, zajam po "odsečcima" ili ciklusima obrazovanja), u uslovima nepostojanja tržišta kapitala namenjenog olakšanju ulaganja u obrazovanje, odnosno u formiranje ljudskog kapitala, predstavljao bi nadoknadu diferencijalnih očekivanja dobitaka, koji proističu iz sučeljavanja budućih prihoda sa trenutnom cenom koštanja raznih oblika obrazovanja. Studenti bi primali državne doznake i administrativno jeftinom obliku "bona" ili "školskog" čeka (vaučer) promenljive nominalne vrednosti. Školski bonovi bi diferencijalnim državnim finansiranjem izazivali smanjenje privatne opterećenosti cenom koštanja školovanja, koju snose pojedinci.

Voleli bismo i mi da nam cvetaju ruže.
Voleli bismo da živimo u moćnoj, pravednoj, savremenoj,
državi blagostanja.
Voleli bismo i da se naše učenje nagradi, trud isplati.
Voleli bismo druželjubivo okruženje.
Nietzsche

U današnjim društvima sa razvijenim demokratskim tradicijama i tržišnim privredama odgovomost za obrazovanje preuzimaju države, naučne i kultume ustanove, profesionalne asocijacije, kompanije i "grupe" građana, počevši od osnivanja obrazovnih institucija, preko donošenja nastavnih planova i programa, i regrutovanja nastavnika (profesora), do finansiranja edukacije. Država nije više jedan jedini činilac društvene zajednie, odgovoran za edukaciju i obrazovnu politiku.

U tržišnim privredama (npr. SAD, Kanada, V. Britanija, Francuska, Nemačka, Japan) obrazovanje se baziralo na alternativnim formama izbora i autonomnom pravu pojedinca da se bez tutora opredele ili za javno obrazovanje ili za privatno obrazovanje. Multietničke zajednice (koje su oduvek težile da sačuvaju svoju tradiciju, kulturu, običaje, veru, homogenost nacionalnosti) i liberalna društva (koja su u javnom obrazovanju videla ugrožavanje ličnih sloboda i diskreditovanje prava građana da odlučuju o trošenju njihovog dela poreza koji su platili za obrazovanje) suprotstavljali su se monopolu države nad javnim obrazovanjem i državnom obrazovanju, kao "loncu za topljenje". U periodu iz 80-ih i 90-ih godina ovog veka javile su se brojne kritike (u Francuskoj, Kanadi, V. Britaniji i SAD) javnog (državnog) obrazovanja u pogledu njegove osrednjosti, inflacije ocena i broja diplomiranih, slabljenja radnog morala i pedagoške etike, školovanja mediokriteta, nedisciplina i, nasilja, kupoprodaje, itd. To su bili relativno "jaki argumenti" u školama pristalica privatizacije javnih obrazovnih ustanova koji su veoma "bučno" isticali "određena svojstva ličnosti", a u prvom redu istrajnost, stvaralaštvo, drugarstvo, takmičarski duh, zajednički rad u korist

drugih, identifikacija sa grupom, samodisciplina, motivisanost nastavnika, profesionalno ocenjivanje bez "veza i vezica", i gledanje na obrazovanje kao sistem vrednosti. No, pristalice privatnog obrazovanja ne mogu da shvate da obrazovanje nije "potrošna roba" (već javno dobro), da tržišna utakmica u obrazovanju ne osigurava kvalitet obrazovanja, da trošenje novca za obrazovanje roditelji ne mogu da čine na isti način kao i pri kupovini kuća, stanova, lokala i automobila, da se prednost u obrazovanju ne može staviti isključivo deci imućnijih porodica i da je teza o slobodi izbora u obrazovanju podjednako opasna, kao i utopistička teza o jednakosti u društvu, koje se postiže jednakošću u obrazovanju. Novostvoreni beg učenika iz katoličkih škola u javne škole i đaka iz javnih škola u privatne škole uopšte nije meritoran za ocenu validnosti "vlasničke" edukacije niti za ocenu kvalitetnijeg finansiranja obrazovanja (jer, u Švedskoj, Nemačkoj i Danskoj država je preuzela celokupnu brigu o finansiranju obrazovanja, dok u SAD, Kanadi, Nemačkoj, Francuskoj, Britaniji i Italiji država participira u finansiranju privatnog obrazovanja).

Danas u svetu postoje različite privatne obrazovne ustanove, i to: (1) profitne privatne obrazovne ustanove, (2) neprofitne privatne obrazovne ustanove, (3) privatne obrazovne ustanove sa alternativnim programima, (4) privatne obrazovne ustanove "izvesnosti" i (5) privatne obrazovne ustanove vezane za određenu religijsku orijentaciju. Profitne i neprofitne škole, kao privatne obrazovne institucije, egzistiraju u SAD, Kanadi, Japanu, V. Britaniji, Francuskoj, Nemačkoj, Holandiji, Italiji, Švajcarskoj. Neprofitne škole su brojnije i kadrovski jače za pružanje kvalitetnijih obrazovnih usluga u odnosu na profitne privatne škole sa fantastičnim školarinama, sa ekskluzivnom opremom, visokim platama nastavnika i velikim profitom. Privatne obrazovne ustanove sa alternativnim programima uglavnom edukuju odrasle osobe (SAD i V. Britanija). Privatne obrazovne ustanove "izvrsnosti" podrazumevaju tzv. ekskluzivne i elitne škole za bogate slojeve (Kanada, Australija, Nemačka, Švajcarska, SAD, Britanija). Konačno, privatne obrazovne ustanove za odredenu religijsku orijentaciju (SAD, Nemačka, Holandija, Francuska, Belgija, Kanada, Italija i Švajcarska) jesu katoličke, luteranske, jevrejske, pravoslavne, evangelističke, kalvinističke, budističke, sajantološke provenijencije.

U visokoškolskom sistemu edukacije je najrazvijenije privatno obrazovanje: (1) u SAD to su čikaški i kolumbijski univerziteti, Harvard, Jel, Prinston i Stanford, i (2) u V. Britaniji to su Kembridž i Oksford. Radi se zapravo o svestranim liderima sa stanovišta visokog kvaliteta i inovativne prakse. Ove visokoškolske ustanove, novac dobijaju putem školarine od roditelja i studenata, od privrede za istraživanja i nastavu, i od države za materijalne troškove i opremu. U praksi, uglavnom, bitiše četiri tipa visokoškolskih ustanova, i to: (1) univerzitet orijentisan na istraživanja i davanje doktorata, 2) kompreksivni univerzitet i koledži, (3) koledži opšteg obrazovanja, i (4) dvogodišnji koledži. U Japanu postoje još i privatne škole za pripremanje za karijeru i privatne poslovne i trgo-

vačke škole za ostvarenje filozofije doživotnog obrazovanja. U ovim obrazovnim institucijama, školska godina se poklapa sa kalendarskom godinom. Radi se, dakle, punih 12 meseci nezavisno od godišnjeg doba i u skladu sa potrebama pojedinaca i potrebama biznisa. One su, već, davno unele "u život" brojne atraktivne alternativne metode rada, kao sto su vikend kursevi, studentska praksa, stručne posete, terenska nastava, vannastavna aktivnost, praćenje realizacije programa sredstvima masovnih komunikacija, dopisno obrazovanje, slanje paketa za obavljanje eksperimenata kod kuće, kondenzovana nastava, konsultativna nastava, seminarski radovi, domaći zadaci, stručne ankete i neposredna ispitivanja, studije slučajeva, kritičke analize prakse, razgovori i diskusije, itd. Cilj je da se prati aktivnost, a ne da se proverava sposobnost pamćenja činjenica. Nastavnici više postaju animatori i pomagači u učenju. Postoje čak i tzv. obrazovni kontakti između nastavnika i studenta za savladavanje određenih obrazovnih modula, jedinica obrazovanja. Ove inovacije se obično uvode zbog kritike u javnosti, koje se upućuju na račun komercijalizacije obrazovnih privatnih ustanova i na način izdavanja diploma "sumnjivog kvaliteta".

Savremena praksa rasvetljava činjenicu da je veoma teško povući razliku između finansiranja javnog i privatnog obrazovanja. Samo se u početku privatno obrazovanje nije finansiralo iz državnog budžeta. Od tada, pa sve do današnjih dana, država sve česće participira u evidentiranju privatnog obrazovanja uporedo sa školarinama, koje plaćaju pojedinci, sa sredstvima koja izdvajaju korporacije i udruženja, sa sredstvima koja pritiču od donatora, sponzora i zaveštanja. Ovome se dodaju i projekti olakšanja snošenja troškova privatnog obrazovanja: (a) projekat poreskih olakšica za školarinu, čija se suština ogleda u tome što se roditeljima, prilikom plaćanja poreza, omogućava odbijanje troškova, koje su platili školi prilikom slanja svoje dece u privatne škole, i (b) projekat sa bonovima, čija se suština ogleda u tome što roditelji dobijaju bon u određenom, novčanom iznosu, koji mogu utrošiti u javnoj ili privatnoj školi po sopstvenom izboru.

Savremene države daju finansijsku pomoć privatnim obrazovnim ustanovama. Veličina vladine pomoći varira idući od zemlje do zemlje. U Švedskoj državna pomoć, koja se dodeljuje privatnim školama, iznosi 80% plate direktora i nastavnika. U Australiji ta pomoć iznosi svega 30% ukupnih troškova škole. U Francuskoj državna pomoć se daje u zavisnosti od broja ucenika; država finansira plate nastavnika, plaća socijalno osiguranje za nastavnike; snosi troškove prijemnih ispita, troškove ishrane i prevoza studenata i učenika. U Danskoj, Švajcarskoj, Austriji i Italiji državna pomoć se kombinuje sa dotacijama, dobrovoljnim prilozima i školarinama učenika. "Izvori finansiranja visokoškolskih privatnih ustanova u razvijenim zemljama su višestruki. Međutim, može se reći da glavni deo prihoda dolazi iz školarine studenata. U nekim zemljama (SAD, Kanada) ranije su studenti plaćali glavni deo prihoda. Danas to više nije slučaj". Studenti dobijaju eksternu pomoć i pozajmice. Ovaj novac se uplaćuje od strane države na ime studenata. Slično je i sa pomoći koju daju fondacije i privatna lica.

Međutim, studenti ostaju glavni činilac od kojih se dobija glavnica prihoda. Kako se kreće procenat finansijskih sredstava koja se dobijaju od studenata zavisi od vrste koledža i univerziteta. U proseku taj procenat se kreće oko 49%. U razvijenim zemljama uobičajeno je da visokoškolska ustanova sabira prihode i od poklona. Praksa pokazuje da se veća suma daje prestižnim privatnim univerzitetima. Manje privatne visokoškolske ustanove, koje su manje poznate nauci i nastavi, dobijaju mali procenat u svom budžetu od takvih poklona. Privatnim univerzitetima koji su orijentisani na istraživanje i doktorate država pokriva 25% tekućih prihoda. Univerziteti, shodno tržišnoj orijentaciji, ostvaruju prihode od dopunskih aktivnosti, kao što su prodavnice, knjižare, štamparije, restorani za ishranu, studentski domovi. Od takvih aktivnosti ostvaruje se izmedu 15-22% prihoda. One visokoškolske privatne ustanove, koje, dobro posluju, novac od priloga dele u nekoliko fondova u skladu sa željama darodavaca. U finansiranju visokoškolskih ustanova posebno su značajni fondovi kapitala gde se uključuju fondovi studentskih pozajmica, fondovi zemljišta i fondovi priloga. Što se tiče fondova za studentske pozajmice u praksi se susreću dva tipa: fond pozajmica, koji formira sama visokoškolska privatna ustanova i pozajmni fond za koji novac obezbeđuje vlada. Studenti vraćaju pozajmljeni novac koji obezbeđuje vlada. Tako vraćen novac, zajedno sa sredstvima zemljišnih fondova, koristi se opet za izgradnju novih objekata. Nekada privatni univerziteti investiraju u zemljište pretpostavljajući da će vrednost takvih investicija rasti i da će akumulirati kapital. Različiti finansijski resursi su, u celini posmatrano, u funkciji kvaliteta privatnog obrazovanja. Sistem finansiranja obrazovanja (od državnog finansiranja do samofinansiranja) reprezentuje jedan od ključnih instrumenata ostvarivanja politike upravljanja razvojem obrazovanja i održavanja monopolske pozicije države u edukativnoj strategiji i kontroli demokratizacije obrazovnog procesa. Zato se finansiranje obrazovanja ostvaruje na više načina. Ima zemalja u kojima kompletne troškove celokupnog obrazovanja, od osnovnog do univerziteta, snosi centralna vlada. U drugim, pak, zemljama. Sredstva za obrazovanje obezbeđuju gradski ili oblasni organi obrazovanja, a nije mali broj zemalja u kojima se sredstva za pojedine vrste škola alimentiraju i na lokalnom nivou. Preovlađuju takvi sistemi finansiranja obrazovanja u kojima je finansiranje škole i drugih vaspitno-obrazovnih institucija zajednička odgovonost centralne vlade, ali i organa na nižim nivoima - pokrajine, oblasti, grada. Glavni izvori finansijskih sredstava za obrazovanje predstavljaju različiti tipovi poreza na prihode, profite i svojinu. Najčešće se sredstva za obrazovanje izdvajaju iz budžeta (u koji sredstva pritiču posredstvom pomenutih poreza) ili se uvode posebne takse, posebni porezi za obrazovanje. U pojedinim sistemima, finansijska sredstva se obezbeđuju iz dodatnih dobrovoljnih doprinosa udruženja roditelja, privrednih preduzeća, zadružnih organizacija, a ima i škola, koje, pre svega, školarinom, a potom i u većoj ili manjoj meri, sopstvenom privrednom aktivnošću i drugim vidovima društveno-korisnog rada, obezbeđuju znatan deo finansijskih sredstava (tako da se može govoriti o oblicima samofinansiranja škola).

Za mnoge zemlje je karakteristično da troškove obrazovanja dele centralna vlada i lokalne vlasti. Pri tome, postoji veliki broj raznovrsnih metoda alokacije odgovarajućih delova učesća. U pojedinim zemljama, podela troškova obrazovanja se obavlja tako što su različiti nivoi vlasti (uprave) odgovorni za različite sektore-nivoa sistema vaspitanja i obrazovanja. Uže lokalne zajednice i manji gradovi obezbeđuju sredstva za osnovno obrazovanje, dok sredstva za srednje obrazovanje obezbeđuju gradske opštine, oblasti i pokrajine. Visoko obrazovanje se, po pravilu, finansira od strane centralne vlade, iz nacionalnog budžeta. Često se, iz nacionalnog budžeta obezbeđuju plate nastavnika, kao dopunska sredstva za ujednačavanje uslova za obrazovanje (osnovno i srednje), a ima i zemalja u kojima se iz centralnog budžeta obezbeđuju sredstva za izgradnju i opremanje škola. U slučaju da centralna vlada obezbeđuje deo troškova osnovnog i srednjeg obrazovanja, sredstva se ne dodeljuju direktno školama nego odgovarajućim lokalnim prosvetnim organima, a ovi vrše raspodelu sredstava na škole. Dotacije centralne vlade su namenskog karaktera (plate nastavnika, pokrivanje troškova udžbenika, za školsku opremu i dr.). U pojedinim zemljama, pak, centralna vlada dodeljuje opštenamensku dotaciju lokalnim organima vlasti za društvene delatnosti, a ovi utvrđuju koji deo tih sredstava će dodeliti obrazovnim institucijama. U Japanu, na primer, vlada obezbeđuje 50% sredstava za plate nastavnika osnovnih škola i 50% troškova izgradnje i opremanja škola, dok su srednje škole u nadležnosti regionalnih i gradskih uprava, za koje vlada, takođe, daje dotaciju 30-50% njihovih godišnjih troškova. U Švedskoj visoko obrazovanje u potpunosti finansira centralna vlada, dok su svi ostali nivoi obrazovanja u nadležnosti gradskih opština, koje primaju dotaciju (zavisno od stepena razvijenosti) i do 65%, za pokrivanje godišnjih troškova obrazovanja i 30% za izgradnju škola. U Norveškoj raspodela troškova obrazovanja između centralne vlade i lokalnih vlasti je procentualno utvrđena. Država obezbeđuje 35-80% troškova obaveznog školovanja, dok za sve ostale troškove obrazovanja vlada obezbeđuje 55%, a lokalne vlasti 45% sa težnjom da se državni doprinos stalno povećava. U Finskoj, poljoprivredni krajevi mogu dobiti državnu dotaciju za obrazovanje do 70% troškova obrazovanja, dok gradovi samo 25% - dotacije za izgradnju škola variraju između 60% i 95%. U pojedinim afričkim zemljama država snosi najveći deo troškova izgradnje škola. Međutim, u selima stanovnici samostalno izgrađuju osnovne škole i stavljaju ih državi na raspolaganje. U zemljama u kojima se sredstva za obrazovanje obezbeđuju iz budžeta (na različitim nivoima formiranja budžeta) odgovarajući organi vlasti mogu školama dodeljivati sredstva i preko utvrđene sume ako dođe do povećanja prihoda budžeta (stvaranje budžetskih viškova). U Engleskoj se finansiranje obrazovanja obezbeđuje iz budžeta vladinog organa za obrazovanje sistemom dotacija (pomoći), a sredstva se dodeljuju školama preko lokalnih prosvetnih organa. Oko 60% ukupnih troškova obrazovanja obezbeđuje se na ovaj način, dok ostalih 40% potrebnih sredstava obezbeđuju lokalni organi. U SAD sredstva za osnovno i srednje obrazovanje obezbeđuju:

federalna vlada (oko 10%), vlade federalnih država (40-50%) i lokalni organi (40-50%). Državne visokoškolske institucije finansiraju se iz federalnih i državnih sredstava. Pored toga, kao što je poznato, znatan deo sredstava za visoko obrazovanje obezbeđuje se putem naplaćivanja individualnih školarina. Sredstva za pokrivanje troškova obrazovanja u Kanadi obezbeđuju se putem lokalnih taksa i odgovarajućih dotacija lokalnim prosvetnim organima od strane provincijskog ministarstva za obrazovanje. Federalna vlada, takođe, učestvuje u obezbeđivanju troškova za određene vrste i programe obrazovanja (obrazovanje odraslih, izučavanje "drugog" jezika itd.), što čini 22-25% od ukupnih troškova obrazovanja.

Naši tzv. državni univerziteti treba da prihvate koncept finansiranja privatnih univerziteta sa naglašenom tržišnom orijentacijom. Izgleda da je uputnije finansirati studente, a ne ustanove za koje inače država gradi sav novac, koji je prikupljen za obrazovanje. To ističemo iz razloga što je besplatno obrazovanje nespojivo sa tržišnom privredom. Privatizacija pojedinih segmenata visokog obrazovanja i određenih visokoškolskih ustanova je neminovnost. Isti je slučaj i sa, prodorom stranog kapitala i sa izvozom znanja. U osnovi, radi se o tome da se obrazovanje pretvori u kapital i da se konačno reši problem vlasništva tog kapitala. Jer, javno i privatno obrazovanje nisu više antipodi. Oni su, zapravo, edukativni segmenti u međusobnoj interakciji, komplementarni i konvergentni. Važnije je možda obrazovati mlade u "koprodukciji" za one sektore, koji zahtevaju više sposobnosti, više znanja i više kapitala inteligencije. Tako bi i promene strukture obrazovanja uticale na promene strukture radne snage.

Nauka je izvor svega, izvor opstanka, izvor dosadašnjeg života i izvor budućeg života. Bez nauke ne bi mogao da se zamisli savremeni život, a ne treba govoriti kakav će biti, ako se naukom ne budemo bavili.
J. Pritis

Tokom 80-tih i 90-tih godina (poslovne) škole su zapale u krizu, potpuno nespremne da se prilagode tržišnim zathevima. Najviše kritika upućeno je nastavnim programima: (1) previše naglaska na kvantitativne metode i tehnike, (2) orijentacija na analizu umesto na sinteze, (3) izučavanje poslovnih dilema i problema samo u jednoj zemlji (privredi), (4) zanemarivanje ciljeva preduzeća , koji se prostiru iznad granica profita, (5) suženo sagledavanje značaja motivacije i mobilizacije ljudskih resursa, kao najvrednijeg kapitala kojim korporacije raspolažu, (6) prebukiranost programa teorijskim žongliranjima i potpuni izostanak biznis problema i poslovne prakse, (7) semanistička konfuzija je pratilac "slave" propale edukacije, (8) katastrofalan broj neizbornih predmeta, koje sputava individualne potrebe studenata, (9) zanemarivanje potreba formiranja novih znanja i veština za upravljanje korporacijama na novonastaloj privrednoj mapi

sveta, (10) nedostatak novih nastavnih sadržaja, (poput predmeta Preduzetništvo, lnformacionalni menadžment, Liderstvo i strateško razmišljanje, Upravljanje finansijama, Upravljanje marketingom, Upravljanje tehnologijama, razvojem i rizikom, Berze i finansijska tržišta, Bankarski menadžment, Ekonomija znanja, Porodični biznis, Menadžment ljudskih resursa, Globalna ekonomija i Ekonomija strukture) i (11) zastarelost, nesposobnost i neinventivnost nastavnog kadra, koji svojim neradom, slabim specijalističkim znanjima i univerzitetskom samoizolacijom čuva i štiti lične profesionalne "teorije" delovanja (ocenjivanje je njihov vrhunski intelektualni domet).

Globalizacija svetske privrede, tranzicija Centralne i lstočne Evrope, reforme u zemljama Južne Amerike i tekuće promene u zemljama Dalekog Istoka, jesu fenomeni međunarodne današnjice, koji postavljaju nove zahteve pred školama i menadžment korporacijama. Tokom 90-ih godina škole su "naučile" tu lekciju i već su dokazale da su kadre da se uhvate u koštac sa sopstvenim slabostima u kreiranju novih znanja i veština. Tempo prilagođavanja višeg i visokog obrazovanja bio je relativno brz u gotovo svim postindustrijskim društvima znanja. Renesansa preduzetničke i menadžerske edukacije nagnala je i vlade i korporacije da shvate "jednom za svagda" da su kvalitetni ljudski resursi postali najznačajniji faktor konkurentnosti. Eksplozija znanja i rastuće poimanje sveta, kao "globalnog sela" , vodi ka tome da mora da se shvati od kolike je važnosti visoko obrazovanje za život jednog naroda, pa, samim tim, i "human resources" (ljudski resursi) i "kadrovski menadžment".

U ekonomiji gde je jedina izvesnost neizvesnost,
siguran resurs konkurentske prednosti je znanje.
Kada se tržište promeni, pojave se nove tehnologije,
konkurencija se uveća a proizvodi postanu zastareli preko noći,
uspešne kompanije su one koje konstantno kreiraju novo znanje,
šire ga kroz kompaniju i ugrđuju ga u nove tehnologije i proizvode.
Iquiro Nonaka

Aktivnosti usmerene na stvaranje bogatstva nisu više ni rad, ni kapital, ni zemlja. Osnovni privredni resurs jeste samo znanje. "Vrednost se sada stvara produktivnošću i inovacijom, a i jedno i drugo su primene znanja na rad. Vodeće društvene grupacije "društva znanja", biće "radnici znanja" - izvršni upravljači/korisnici znanja, koji znaju kako da planiraju znanje u proizvodne svrhe, upravo onako kako su kapitalisti znali da plasiraju kapital u produktivne svrhe; stručnjaci u oblasti znanja; nameštenici zaposleni u oblasti rada. Svi ti ljudi znanja posedovaće "proizvodna sredstva" i "alatke za proizvodnju" ili preko svojih penzionih fondova iIi preko radnika znanja, koji svoje znanje mogu da ponesu sa sobom gde god da krenu. Produktivnost rada znanja i radnika znanja jeste izazov

21. veka. Znanje reflektuje intelektualni, moralni i duhovni razvoj ličnosti, koja je samo znanjem osposobljena da čini. Ekonomisti hvale ulaganja kapitala, a tehnolozi odaju priznanje mašinama. Jedino se produktivnost objašnjava kao rezultat primene znanja na znanje, što ne mogu ni mašine ni kapital. U tom kontekstu, menadžment jeste generički organ društva znanja. Prema tome, i menadžer je onaj ko odgovara za primenu i praktičnu izvodačku stranu znanja "Znanje sada vidimo kao suštinski resurs". I tamo gde ima delotvornog menadžmenta i gde postoji primena znanja na znanje, tu je mnogo lakše da se dođe do onih drugih resursa. Kao radna snaga i kapital, bez kojih znanje ne može da "proizvodi" niti menadžment da funkcioniše. A to što je znanje postalo "pravi" resurs, to je ono što stvara novu društvenu strukturu. "Pomerili smo se od znanja u jednini ka znanjima u množini". Sam prelazak od znanja ka znanjima dao je moć znanju da kreira novo društvo, novu privredu, novu politiku. "Ono što mi danas shvatamo kao znanje jeste informacija delotvorna u delanju, informacija usredsređena na rezultate. Ti rezultati se vide izvan ličnosti - u društvu i privredi, ili u napredovanju samog znanja." Zbog toga je sve jasnija činjenica da se sve manje i manje zarade izvlače iz tradicionalnih resursa, kao što su zemlja, rad i kapital. Zašto? Zato što su glavni "proizvodači" bogatstva postali informacije i znanje. A kako se, faktički, znanje ponaša kao ekonomski resurs? Odgovor je, naravno, nejasan; jer je potrebna nova ekonomska teorija koja bi postavila 'znanje u središte procesa proizvođenja bogatstva. Potrebni su novi Smith ili Keynes na polju teorije znanja, koji bi studiozno ilustrovale ekonomsko ponašanje znanja. No, ekonomija zasnovana na znanju ne ponaša se onako kako to postojeće teorije smatraju da se ekonomija ponaša. Teorija ekonomije zasnovana na znanju jeste različita u odnosu na klasičnu, kejnzijansku, monetarističku, neoklasičnu, neokejnzijansku teoriju. U ekonomiji znanja nesavršena konkurencija jeste unutrašnje svojstvo same ekonomije znanja: početne prednosti stečene primenom i eksploatacijom znanja (krivulja učenja) postaju trajne.

Moderni ekonomisti smatraju da je ekonomija određena ili potrošnjom ili investicijama, što u ekonomiji znanja i nije od presudnog značaja. U ekonomiji znanja ne postoje dokazi da povećana potrošnja vodi većoj proizvodnji znanja niti da veća ulaganja dovode do veće produkcije znanja. Novo znanje javlja se (1) kao neprestano unapređivanje procesa proizvodnje i usluga, (2) kao eksploatacija, odnosno kao neprestano korišćenje znanja za razvoj novih procesa, proizvoda i usluga, i (3) kao inovacija, odnosno način primenjivanja znanja za proizvodnju promena u ekonomiji. Ekonomske karakteristike ovih vrsta znanja (tj. njihovo koštanje i njihovi efekti) kvalitativno su različite. Znanje se, zapravo, ne može meriti, osim procene "koštanja" pa se znanje proizvede, distribuira i alocira. Ali, dobit od znanja, opet, ne možemo da izmerimo. Sreća je po nas što količina znanja nije od presudnog značaja u odnosu na produktivnost znanja.

Znanje nije jeftin resurs, jer se do njega dolazi putevima "skupoće". Razvijene zemlje, naime, troše blizu jedne petine društvenog proizvoda na proizvod-

nju i distribuciju znanja. Oficijalna edukacja (formalno školovanje) mladih, pre nego što uđu u samu kategoriju radne snage, odnosi jednu desetinu društvenog proizvoda. Firme (poslodavci) troše dodatnih 5% društvenog proizvoda za permanentno obrazovanje zaposlenih. Na istraživanja i razvoj (proizvodnja novog znanja) moderne države izdvajaju 3-5% društvenog proizvoda. Formacija znanja, samim tim, predstavlja najveću investiciju. Ali, pošto nemamo ekonomsku teoriju produktivnosti investicija u znanje, prinuđeni smo da u pomoć pozovemo menadžment, koji je odgovoran za činjenje znanja produktivnim. Tu odgovornost ne može da preuzme na sebe ni vlada (država) niti tržišne sile (zakoni). Odgovornost može da preuzme jedino menadžment, koji, po definiciji, implicira sistematsko i organizovano i odgovrno primenjivanje znanja na znanje. Sama produktivnost znanja zahteva uvećanje prinosa samo od onoga što se zna i što se zna da se zna iz prostog razloga što je jedino produktivnost znanja odlučujući činilac u konkurentskoj poziciji preduzeća, grane, regiona, privrede. Prednost je očigledna tamo gde se poseduje sposobnost da se eksploatiše univerzalno raspoloživo znanje. Jer, praktično funkcionisanje menadžmenta u činjenju znanja produktivnim od globalnog je značaja za međunarodnu ekonomiju.

Tehnološka revolucija (a, naročito, infomatička) transformisala je način učenja i izmenila ekonomiju obrazovanja, pošto su sve škole postale visoko kapitalno-intenzivne od potpuno radno-intenzivnih. Škola je postala informatičko-edukativna institucija društva, koja se bavi mladima, koji još nisu građani, koji još nisu nosioci odgovornosti, koji još nisu radna snaga. U društvu znanja valja graditi novu tehnologiju učenja da bi se ostvarila univerzalna pismenost. U školi sutrašnjice učenici će sami sebi biti instruktori sa kompjuterskim programima, kao sopstvenim alatkama. Nastavnici će samo motivisati, usmeravati, podsticati. U tom kontekstu, nastavnik bi, zapravo, postao vođa i resurs. Univerzalna pismenost bi značila predmetno znanje plus procesno znanje. To, pak, znači da u društvu znanja ljudi treba da uče i da nauče kako da uče i kako da nauče. Jer, u društvu znanja, znanje nije bezlično, kao novac. Znanje ne boravi u knjizi, u banci podataka, u softverskom programu. Znanje sadrži samo informacije i uvek je utelovljeno u ličnosti. Znanje nosi ljudska osoba: stvara ga, uvećava ili unapređuje ljudska ličnost; primenjuje ga ličnost; podučava i predaje ga ličnosti; koristi ga ličnost.

Obrazovana ličnost je argument, amblem i simbol društva znanja. Obrazovana ličnost sutrašnjice jeste stručno pripremljena ličnost za život u globalnom svetu. To je građanin sveta rada znanja, koji je spreman da radi u dve kulture: (1) u kulturi "intelektualaca", koja se usredsređuje na misli i znanje, i (2) u kulturi "menadžera", koja se usredsređuje na ljude i rad. "lntelektualci vide organizaciju kao alatku; ona im omogućava da praktikuju svoje techne, vlasništvo specijalizovano znanje. Menadžeri vide znanje kao sredstvo koje služi svrsi i cilju praktičnog funkcionisanja organizacije. Svakako su jedni drugima potrebni: naučnom istraživaču treba menadžer istraživanja isto koliko je i menadžeru istravaživanja potreban naučno-istraživački radnik. Intelektualni svet, ukoliko nije

uravnotežen tegom na tasu menadžera, postoji svet u kome svako “radi svoje”, ali niko ništa ne postiže. Menadžerov svet, ako mu ravnotežu ne čini intelektualac, prelazi u sakatu birokratiju “čoveka organizacije". Ali, ako su dve strane u ravnoteži, tada može da bude kreativnosti i rada, ispunjavanja svrhe i svrsishodne misije.

Kao što njiva, mada plodna, ne
može rađati bez obrade, tako ni
duh ne može stvarati bez učenja.
Cicero

U privredama u tranziciji, i znanje postaje roba. To je skoro naučena lekcija iz štiva razvijenih tržišnih ekonomija OECD i EU, kod kojih je došlo do krupnih promena na tržištu znanja i tržištu intelektualnih usluga. Moderne privrede traže nova znanja, naročito iz oblasti menadžmenta, marketinga, preduzetništva, bankarske industrije, preduzetničkih finansija, finansijskih tržišta, berzi, itd. Permanentno raste tražnja za znanjima iz domena eko-menadžmenta, menadžmenta u obrazovanju, menadžmenta u zdravstvu, upravljanja poslovima u javnoj administraciji, menadžmenta javnog sektora, upravljanja porezima, budžetskog inženjeringa, upravljanja infrastrukturalnim finansijama, projektnog i portfolio menadžmenta, strateškog menadžmenta, menadžmenta finansijskog biznisa, upravljanja korporativnim finansijama, i sl. Tražnja za budućim ekonomistima sa novim znanjima determinisana je (1) narastanjem broja novih firmi i privatizovanih preduzeća, (2) javljanjem novih institucija tržišne privrede, kao što su institucionalni investitori, finansijska tržišta, berze, brokerske i dilerske kuće, revizorske kuće, rejting organizacije, konsalting centri, agencije za marketing i finansijski inženjering, poreski konsalting, institucije za kontrolu kvaliteta i standardizaciju, informaticki centri i centri za obuku kadrova. Biznis postaje gotovo isključiva orijentacija mladih umesto dosadašnje “borbe za zaposlenje”.

Inovativno i specijalističko (pored redovnih i poslediplomskih studija) edukovanje postaje vrlo unosan posao, a konkurencija na tržištu svakodnevno raste na relaciji biznis - preduzetništvo - menadžment. Zato je i moto edukacije vrlo važna stvar, pošto glasi: “Ko ne studira ekonomiju sa ciljem da stekne znanje kako se zaraduje novac, ovde gubi vreme.” Sticanje modernog i kvalitetnog znanja postaje stvar prestiža za postizanje poslovne karijere iz koje posredno proističe novac, kao motivacija u novom tržišnom ambijentu. Stoga, uloga obrazovanja u biznisu permanentno raste, jer je znanje “najjači” resurs edukovanog biznismena, koji je “pouzdan” profesionalni poslovni partner. To podrazumeva i poslovno napredovanje u karijeri, koja već implicira permanentno učenje i ulaganje u sebe. Obrazovanje i biznis su, prema tome, novi “partneri” u napretku, u kome je biznismen, preduzetnik, menadžer savladao veštine govora, pregovaranja, poslovnog komuniciranja, biznis korespondentnosti i poslovnog bontona, (b) stekao znanje iz

filozofije uspeha, poslovne etike, poslovne logistike, ličnog marketinga i personalnih finansija, i "poslovnog" upravljanja "samim sobom", i (c) spoznao mogućnosti prevođenja makroekonomskih modela na nivo menadžerskih informacija, na upravljanja preduzetničkom idejom i na nivo biznis plana. U tom kontekstu, rezultati "posla" mere se postignutom zaradom na osnovu efikasno završenog posla. I zato se ceni samo uspeh. I zato ništa lepše ne uspeva od uspeha.

Moderno edukovan biznismen, preduzetnik, menadžer po pravilu respektuje, megatrendove razvoja, što implicira prelaz: (1) od kratkoročnog ka dugoročnom horizontu biznisa sa naglašavanjem značaja strateške vizije razvoja, (2) od industrijskog ka informatičkom društvu, (3) od nacionalne ka svetskoj privredi (integracija biznisa, globalizacije proizvodnje i tržišta, i kooperacija istraživačko-razvojnih aktivnosti), (4) od centralizacije ka decentralizaciji (sinergetski efekat inicijativnosti delova), (5) od forsirane i "dekorativne" tehnologije ka prožimajućoj i prihvaćenoj tehnologiji (u biznisu, profesiji, radu i životu), (6) od hijerarhije ka mrežama (efikasan protok informacija, brzo komuniciranje i razvoj ravnopravnosti i saradnje umesto subordinacije i konkurencije).

Teorijske osnove novog modela edukacije treba da polaže od shvatanja ekonomije, kao stohastičke i egzaktne oblasti predviđanja. Jer, za ekonomiju ne važi determinizam nego "slučaj" (ne rigidnost nego fleksibilnost, ne zatvorenost nego otvorenost). U ekonomiji, kao otvoreni sistem, razmena informacija sa okruženjem jeste bazični razvojni proces; informacije su, stoga, konstitutivni elementi ekonomskog ponašanja i delovanja. Sposobnost ekonomskih procesa je fundamentalna karakteristika privrede (ekonomije), koja teži samoregulaciji. Stalno prilagođavanje, okrenutost spoljnom okruženju i permanentne promene reprezentuju novu preduzetničku filozofiju biznisa i ekonomije, u kojoj su informacije i vreme osnovni nematerijalni resursi. Pri tome, informacije su shvaćene kao znanje i veština. To je promenilo i značaj vremena, jer se od filozofije "vreme je novac" (za. vreme industrijskog privrednog modela) ide ka filozifiji "novac je vreme" (za vreme informatičkog privrednog modela). U tom ambijentu, menja se i filozofija upravljanja: rukovodilac nije više naredbodavac nego inspirator, koji "podiže" samopouzdanje i nezavisnost kompetentnih bez čvrste kontrole. U oblasti rada, koji se menja, radnik postaje sve više upravljač informacijama i integrator rada (profesije) i života na principu kreativnosti i inovativnosti u uslovima izmenjenog statusa svojine (demokratizacije vlasništva i pluralizacije vlasničkih odnosa). Konačno, i država je izmenila svoju ulogu u ekonomiji sa liberalizacijom biznisa i deregulacijom poslovnog života, jasno postavljenim pravilima igre, garancijom svojinskih prava, obezbeđenjem pravne sigurnosti ugovora, stabilnim poreskim i kamatnim stopama, i čvrstim deviznim kursom.

Fundamentalni principi modene edukacije jesu (1) fleksibilnost, (2) savremenost, (3interdi-sciplinarnost, (4) praktičnost, (5) individualnost, (6) tržišnost i (7)implementacija. Princip fleksibilnosti implicira razvijanje sposobnosti studenata za praćenje promena: "Promena je jedina "konstanta" u biznisu i ekonomiji".

Princip savremenosti podrazumeva nova znanja, koja proizlaze iz megatrendova razvoja: "Misli globalno radi lokalno". Princip interdisciplinarnosti reflektuje sticanje znanja i savladavanje veština, koje su u funkciji razumevanja ekonomije po konceptu: "Ekonomija se ne može objasniti ekonomijom". Princip praktičnosti inkorporira znanja, koja razvijaju sposobnost za brzo uočavanje problema i efikasno rešavanje praktičnih pitanja po logici: "Teorija je najbolja praksa". Princip individualizma, reprezentuje razvijanje sposobnosti studenta da upravlja svojom slobodom i sposobnost da preuzima odgovornost za sebe. Princip tržišnosti nominuje proces povećanja stepena slobode izbora studenata u pogledu predmeta, profesora, naučne oblasti i profesionalne aktivnosti. Princip implementacije inkorporira sticanje znanja kroz upoznavanje prakse. Ovi edukativni principi podrazumevaju operativna pravila i sistem vrednosti u vidu (a) inovativnosti i preduzimljivosti, (b) moralnosti, (e) profesionalnosti, (d) pobedničkog mentaliteta i (e) orijentisanosti na porodicu. Inovativnost i preduzimljivost reflektuju naglasak na kreaciji i novim rešenjima, razbijanje tiranije status quo-a, ingenioznost i radoznalost, postizanje uspešne poslovne karijere, nemirenje sa uobičajenim i svakodnevnim, i želja da se dobro živi. Moralnost pak, odnosi se na držanje reči, na poslovnu perfektnost, na respektovanje partnera i eliminisanje egoizma. Profesionalnost stavlja naglasak na stručnost, kompetetivnost, znanje i zakonitosti profesije. Pobednički mentalitet reflektuje veru u uspeh, veru u sebe, veru u istrajnost, veru u konkurentnost, veru u upornost. Konačno, orijentisanost na porodicu jeste refleksija modernog biznis shvatanja da je porodica fundamentalni element uspeha u životu i karijeri.

Zbog toga je u modemim edukativnim mehanizmima izuzetno važno da se shvati da je student "petrošače" univerzitetskog (fakultetskog) proizvoda - "znanja", "eksploatator" "zaliha znanja" (teorijskih i praktičnih), "kupac" inovacija i kreacija, "upijač" predavanja i praktikuma, "ocenjivač" proizvođača znanja (nastavnika i saradnika). Stoga je centralni zadatak vrhunske edukacije da se studenti osposobe za kreaciju, za preduzimljivost, za konkurentnost, za inovativnost, za marketinšku prezentaciju kvaliteta znanja, za tržišnu alokaciju znanja, zanovu filozofiju stručnosti, za filozofiju uspeha u praksi.

Ne čitajte da biste protivurečili niti primali za gotovo ono što piše, već da biste merili i rasuđivali o onome što ste pročitali.
Bacon

Svesni smo, ipak, čtinjenice da se učenje u nas još uvek shvata kao proces memorisanja informacija (definicija, faktora, formula, grafikona). Njegova je bit, međutim, sasvim drugačija, kompleksnija, fleksibilnija i atraktivnija. Učenje je, barem mi tako vidimo, potpuno novi intlektualni proces, koji svako od nas

svakodnevno preživljava i doživljava sa težnjom da produbi razumevanje i shvatanje realnosti u svetu biznisa, za nas i oko nas. Zato naši budući poslovni ljudi, kao autput edukacije, moraju znati da oblikuju svoju "organizaciju", koja će stalno razvijati (globalno, strukturalno i regionalno) sposobnost ostvarivanja željenih i nameravanih ciljeva života i rada, i radati razvijajuće, obrasce razmišljanja o sticanju novih implementirajućih znanja.

U tom smislu, i univerzitetska nastava treba da je interaktivna, interdisciplinarna i multimedijalna s teorijskim i implementirajućim (praktičnim) znanjima i sa naglaskom na razvoj ličnosti budućeg menadžera-preduzetnika-biznismena, osposobljenog za rešavanje konkretnih problema poslovnog okruženja. To implicira i prelazak sa tzv. memorisanja činjenica na razumevanja procesa u savremenom svetu biznisa.

U duhu brojnih i velikih promena, naše visokoobrazovne institucije, međutim nisu "osnovane" kao nešto novo, perspektivno, odvažno. S obzirom na to da su ljudi na, našim prostorima navikli na ustaljeno i tradicionalno, javlja se problem, navikavanja na promene i problem upravljanja događajima. Shvatajući da se ljudima ne može jednostavno reći da se promene, prilagode, i da prihvate odjednom drukčiji pogled na svet biznisa, obrazovne ustanove su, ipak, obavezne da se prihvate posla da se mladima pomogne u tome, pogotovu onima koji su željni znanja i iskustava. Obaveza je, dakle da se timskim radom probudi u sebi i drugima, odlučnost, istrajnost, kreativnost, inovativnost, odgovornost i rizik. Programi, stoga, treba da su zasnovani na liberalnim i profe-sionalnim studijama, koje pripremaju kadrove za inteligentan samorazvoj u kompleksnom i promenljivo orijentisanom privrednom ambijentu, koji integriše ljudski razvoj, znanje i veštinu, komunikacione, informacione tehnologije elektronskog biznisa, internet finansija, e-plaćanja sa fokusiranjem globalne ekonomije i geofinansija.

***

Naše obrazovne institucije (ekonomskog i finansijskog tipa) treba da reprezentuju inkubatore znanja, radionice prakse, kreatore promena, vizionari kadrova, proizvodače kritičke misli i analitičare biznisa. Vrhunska (teorijska i praktična) edukacija preduzetnika, menadžera, top menadžera, lidera i biznismena, koji su imperativi sadašnjice i sutrašnjice (naše oronule privrede, devastiranih finansija i pauperizovanog društva) inkorporira rastuće troškove (izdatke) i finansijske resurse (iz javnih i privatnih izvora), uključujući i rastući trend samofinansiranja i tržišnog modela (su ili ko) finanansiranja, ali sa imperativom visokokvalitetnog pružanja obrazovnih usluga na principima racionalnosti i efikasnosti. Za sada ne postoji čarobna formula za rešenje ovog akutnog problema. No, radeći na razvoju ličnosti mladih, visokoobrazovne institucije su, ipak, obavezne da stvore nove biznis intelektualce, koji neće biti samo stručnjaci visoke

profesionalnosti nego i kompletne, sposobne i javne ličnosti za globalni biznis, agresivno tržište, nemilosrdnu konkurenciju i ingeniozno poslovno nadmetanje.

BUDŽETSKE DILEME I RAZVOJNE KONTRAVERZE

Savremena svetska finansijska kriza karakteriše se složenošću u globalnim efektima, što do sada nije zabeleženo u ekonomskoj istoriji. Kriza je nastala u finansijskoj sferi, ali se prenela na celokupan realni sektor i svetsku privredu u celini. Često se postavlja pitanje: da li je do krize došlo dirigovano ili je rezultat tektonskih poremećaja u funkcionisanju savremenog neoliberalnog kreditno-tržišnog sistema. Ulazeći u analizu svetske krize nesporno je da je do sada i nametnuti neoliberalni i monetaristički model doživeo svoj potpuni slom, što je iz temelja poljuljalo stubove neoliberalnog kapitalizma. Neoliberalizam je "otvorio" nacionalne privrede i učinio ih je nezaštićenim za prodor zapadanog kapitala, i neviđenu eksploataciju preko virtuelnog klapitala i dolara, kao nacionalnog i svetskog novca bez realne osnove i pokrića. Bezvrednim papirom kupovalo se po svetu sve i lomile "neposlušne " države. U osnovi, radi se o stvaranju "perifernih država i privreda u interesu krupnog zapadnog finansijskog kapitala.[1474]

Stopa ekonoskog rasta je duboko negativna, ispod "stope rasta" u najvećem broju zemalja Evrope. Radi se o stagnaciji, a zatim retardaciji ili "implo-ziji" razvoja, što je rezultat izabranog pogrešnog modela razvoja . Svetska kriza je samo produbila probleme i ubrzala krizu. Najveći doprinos niskoj stopi rasta daju usluge, posebno trgovina, saobraćaj i finansijsko posredovanje, dok je domaća proizvodnja u stagnaciji , odnosno u duboko negativnoj stopi rasta (opadanje od 20-25 odsto). Sve se to događa u uslovima ogromnog priliva stranog kapitala od preko 55 milijardi dolara (privatizacija, novo zaduživanje i doznake iz inostranstva). Prosečna stopa rasta industrijske proizvodnje u periodu 2001-2010. godine iznosila je svega 1,9 odsto, a poljoprivredne proizvodnje 0,8 odsto. Proizvodnja drastično opada između 24 i 34 odsto (različito po granama). Domaća proizvodnja je praktično uništena (posebno politikom kursa dinara, potpunom liberalizacijom uvoza i pogrešnom privatizacijom preduzeća). Nema tu stimulativne ni zaštitne politike, ali ni osmišljene industrijske i poljoprivredne politike. Sve je podređenom stihijskom delovanju "zakona tržišta". Državna politika je potpuno nestala (posebno politika robnih rezervi, otkupnih cena, garancija i podsticajnih mera makroekonomske politike). Domaća privreda i proizvodnja su gotovo uništene na pogrešnom konceptu razvoja stabilizacije, pošto je prihvaćen bez rezerve neoliberalni model (privatizacija, liberalizacija, decentralizacija, defiskalizacija) MMF i zapadnih finansijskih institucija, koji je, u svim zemljama, u kojima je primljen,

[1474] Dr S. Komazec, Monetarna i fiskalna politika i ekonomski rast, Čigoja, Beograd, 2007. st.799-783.

izazvao razorne efekte u privredi i društvu. Radnici masovno ostaju bez posla . Masovni radnički bunt je rezultat lošeg modela vođenja razvojne i stabilizacione politike.

Centralna banka i vlada ističu kao prioritetan cilj stabilizacije privrede odnosno "stabilnost cena i deviznog kursa", kao sinonim stabilnosti privrede i društva. Međutim, zvanična inflacija se kretala 2006 godine 6,6, odsto, 2007. godine 10,1 odsto, 2008. godine 8,6 odsto (stvarno oko 12 odsto). U 2009. godini iznosila je na godišnjem nivou od 10,7 odsto (tako da je rast penzija već inflatorno potpuno obezvređen): "koridor inflacije" (ili ciljna inflacija) iznosio je u 2009. godini 3-6 odsto, projektovana je 6 odsto, očekivana 9,8 odsto, a stvarno moguća 15-16 odsto. I to zavanično predstavlja "stabilizacioni sindrom" u koji je uključena i restriktivna monetarna i fiskalna poltika, ali i potpuno pogrešna spoljnotrgovinska politika i politika platnog bilansa (zaduživanja) Privreda može imati nisku inflaciju (deflaciju), i recesiju i veliku nezaposlenost rada i kapaciteta, nisku proizvodnju i potrošnju i marginalnu domaću štednju. Ali, to vodi gušenju proizvodnje i razvoja, padu standarda i ogromnoj nezaposlenosti. Koncept privatizacije je pogrešan s potpuno pogrešnom upotrebom privatizacionih prihoda (budžet, javna tekuća potrošnja). Radi se o prodaji imovine (kapital) kolektiva koji je stvarao kapital pod vidom "društvenog vlasništva." Do sada je prodato oko tri hiljade preduzeća u kojima je bilo zaposleno 34 hiljade. Ostvareni prihodi od privatizacije iznose ukupno 2,8 milijardi evra, od čega je trebalo investirati 1,4 milijarde. Investicije nisu oživele i kreću se po stopi od oko 14 odsto bruto domaćeg proizvoda (što iznosi svga 3-4 odsto iznad amortizacije). U socijalni program nije uložen ni jedan dinar poslednjih pet godina. Prodata preduzeća i banke od 3, 4 milijarde evra gotovo je jednako samo jednom (novom) kreditu MMF od 3 milijarde evra. Privatizacija je jedan od stubova neoliberalizma (koji je doživeo krah kao koncept u kapitalizmu). No, naši ekonomisti tvrde da je "privatizacija bez zamene" i da je "ulazak države u preduzeću istorijski poražen koncept".

Kada su "reformisti" došli na vlast već su bila poznata iskustva u reformisanju, transformaciji i sanaciji bankarskog sistema u drugim državama. Znalo se da u svim članicama EU najmanje 80 odsto kapitala vodećih banka je u domaćem (javnom ili privatnom) vlasništvu.U ekonomijama u tranziciji, koje su prihvatile dogmu liberalizacije i privatizacije, taj udeo je od 5 do 20 odsto. Naš "eksperti" nisu sledeli dobra iskustva uspešnih privreda u tranziciji, već su po ubrazanom postupku likvidirali četiri najveće banke, koje su činile 90 odsto bankarskog sektora (i poslova sa privredom i stanovništvom) koje su mogle da saniraju, koje su imale veliki ugled, razvijenu mrežu u svetu, kadrove, kapital, iskustvo, tehnologiju i sve ono što savremene banke trebaju. Niskim cenzusom za osnivanje novih banaka od samo 5 miliona dolara oslobodili su prostor za nove banke sa stranim kapitalom, koje su preuzele kompletne poslove ugašenih banaka. Time su ovi "veliki bankarski stručnjaci" razorili domaći bankarski sistem i predali ga u ruke stranom kapitalu. Danas su sve značajnije banke u Srbiji sa

većinskim stranim i privatnim kapitalom, preko 84 posto aktive banaka je u rukama stranog kapitala. Strane i privatne banke učestvuju u kapitalu banaka sa gotovo 90 posto, a državne 10 posto.[1475]Takve banke ne finansiraju ekonomski razvoj, izvoz, proizvodnju, modernizaciju privrede, otvaranje novih radnih mesta u privredi, već se okreću čisto sopstvenom profitnom motivu i kreditiranju stanovništva sa izuzeno visokim kamatama koje su nekoliko puta veće od kamata u zemljama EU. Krediti odlaze na kupovinu inostrane uvezene robe, dok se visoki profiti transferišu u inostranstvo. Bankarski sektor je rasprodat inostranom kapitalu, tako da se od ukupno 34 banke u rukama inostranog kapitala i privatnim rukama nalazi 26 banaka. U rukama države ostalo je samo 8 banaka. 84,1 posto aktive banaka u rukama je stranog kapitala i gotovo 90 posto formiranog kapitala banaka. Od deset najvećih banka u Srbiji, osam se odnosi na strane banke, a na njih se odnosi oko 66 posto finansijskog potencijala. Može li centralna banka da drži pod kontrolom inostrane banke? Može li voditi usmerenu i više razvojno postavljenu (u interesu domaće privrede) monetarnu politiku? Monetarna politika nije u funkciji razvoja i stabilizacije, već ukupnog privatnog bankarskog kapitala i ogromnih preraspodela nacionalnog dohotka. Bogaćenje kroz preraspodelu je zadominiralo, dok privreda tone u recesiju uz visoku nezaposlenost. Vođenje pogrešne monetarne politke je poseban problem.

Naši fundamentalisti su u funkciji krupnog kapitala i privatizacije, po svaku cenu. Potpuno su isključili socijalnu politiku, odnosno "socijalnu pravdu". Socijalna pravda nije samo davanje iz budžeta za socijalne i druge transfere, a još manje za dobijajanje sredstava iz "predpristupnih fondova EU". Ogromna preraspodela bogatstva preko privatizacije dovela je do neviđenog socijalnog raslojavanja društva. Zagovarati privatizaciju po svaku cenu, odbacivati socijalno- razvojnu intervencionističku ulogu države, kao "korektora" privatno-kapitalističkog sistema i tržišno-profitnog motiva (u funkciji finansijskog kapitala), velika je prevara socijalno obespravljenog naroda na ivicu egzistencije. Ne može biti socijalne pravde i "socijalne ravnoteže" u društvu s dominantno privatnim vlasništvom i motivom profita, uz ogromnu preraspodelu dohotka u ruke nosilaca kapitala, gde su zaposleni goli privezak kapitala. Govoriti sada o sociijalnoj pravdi, kao glavnom retoričkom pitanju i paroli potcenjivanje je zdrave pameti naroda. Kakvu socijalnu pravdu traže naše demokrate- oruđe krupng kapitala i stranih i sopstvenih interesa, kada su sve prodali (banke, preduzeća, zemljište) stranom kapitalu i domaćim tajkunima. Zaposlene su pretvorili u privezak kapitala, bez socijalne i sindikalne zaštite. Sada je to vulgarizacija ideje "socijalne države". Prihvatanje ideja i koncepta neoliberalizma (privatizacija, deregulacija, defiskalizacija, decentralizacija i sl.) nosioci vlasti su se jasno negativno odredili prema socijlalnoj pravni i funkciji države. Ekstremna koncentracija finansijske moći, deregulisana tržišta i apsolutna vladavina novca jeste to što odlikuje ultraliberalizmu. Tu je politika neodrživa. Ona je pogubna za zaposlene, koji su

[1475] Ibidem, st. 837-847.

pod sve većim pritiskom, sve siromašniji i sve zaduženiji, ali na dugi rok i za finansijske moćnike koji maksimalnom eksploatacijom radne snage guše sopstveno tržište. U toj perverznoj konfiguraciji, novac je taj koji kroji prava i dostojanstvo čoveka.[1476]

Novi gospodari sveta se plaše ljudskih prava, jer je očigledno da bi ekonomska i socijalna politka, koja ih dosledno poštuje, ozbiljno ugrozila dominantni ultraliberalni poredak. Takva politika bi kroz pravedniju raspodelu bogatstva, obezbeđujući više posla, bolje zarade i šire socijalno pokriće, zadovoljila vitalne potrebe svih društvenih slojeva. Ta raspodela je, u potpunoj suprotnosti sa liberalnom strategijom maksimalne "koncentracije profita". Jednakost se ne ograničava na teoretska prava građana pred zakonom: ako demokratija želi zaštititi ljudska prava i obezbediti građanima osnovnu ekonomsku slobodu, solidarnost, se nameće kao jedino rešenje. Evropska unija je neoliberalni kapitalizam, sistem eksploatacije, i arena sve češćih pobuna radnika i sve većeg broja nezaposlenih.

Srednja klasa kod nas je uništena, dok se u EU oseća totalno nesigurno, gotovo u potpunoj neizvesnosti (uz sve veću nezaposlenost). Ona je izgubila stabilnu socijalnu državu ("državu blagostanja"), stabilan radni odnos, radnička prava, slobodu govora, slobodu udruživanja i mogućnost zaštite svojih radnih i socijalnih prava preko oslabljenih sindikata. Krupan finansijski kapital je u ofanzivi i ruši sve barijere pred sobom. Narastaju svi elementi finansijskog imperijalizma. Internacionalizovani kapital ne bira sredstva u slamanju snage zaposlenih dok nezaposleni nemaju nikakva prava i moć. Kolika je briga nosilaca ekonomske politike za zaposlene, nezaposlene i uopšte populacionu politiku? U nas je ukupno bilo zaposleno 2001. godine 2.102.000, dok je krajem 2008. godine to palo na 1.990.000.Ono što pokazuje snagu i vitalnost privrede i društva jeste da je zaposlenost u privredi smanjena u isto vreme za 373.000. Nezaposlenost se kreće na nivou od 870.00 do 950.000. No, već sada imamo 1660.000 penzionera (uz to nam populacija spada među najstarije u Evropi), pri čemu broj penzionera brže raste od novog zapošljavanja, uz tandenciju stalnog pogoršavanja odnosa. Trenutno na jednog zaposlenog u privredi (gde se stvara nacionalno bogatstvo) koja grca u nelikvidnosti, pod visokim poreskim tretima, krizi proizvodnje, velikim kreditnim obavezama i dr. dolazi 1,6 penzionera, i jedan nezaposleni. Ako tome dodamo i 2 izdržavana člana do 15 godina starosti, to je 5,6 izdržavana na jednog zaposlenog. Stvarna stopa nezaposlenosti nije 24 odsto, već 38 posto. Tome treba dodati i oko 240.000 mlade i sposobne, školovane, redukovane populacije otišle u inostranstvo. Indeks bede (stopa nezaposlenosti i stopa inflacije) kreće se oko 45-48 odsto.

Budžet je došao u samo središte interesa javnosti, ali i najvećih dilema kako popuniti "budžetsku rupu". Istina je, da je visina javnih rashoda i prihoda u bruto domaćem proizvodu izuzetno visoka 53 odnosno 51 odsto i spada među najviše u Evropi. Deficit konsolidovanog bilansa javne potrošnje nije se pojavio

[1476] Ibidem, st. 897-903.

samo u 2008. godini, već je prisutan i u prethodnim godinama. Tako je zvanični deficit iznosio: 2006-33,5 milijarde, 2007-46,1milijardu i 2008-54,7 milijardi. Međutim, u izdatke budžeta nisu uračunati "drugi izdaci" (otplata glavnice domaćim, i stranim kreditorima i nabavka finansijske imovine) , što je nužno učiniti, tako da se situacija iz osnova menja. Tako je u 2005. umesto suficita od 17,7 milijardi ostvaren deficit od14,7 milijardi dinara, dok se u 2006. deficit povećava na 89,9 milijardi, 2007. godine 83,6 milijardi i 2008. godine 112,1 milijarda.[1477]Za 2009. godinu prvobitno je planirano 49 milijardi deficita, a kasnije rebalansom čitavih 90 milijardi. Ako je ekonomski rast planiran najpre 7 odsto, zatim je korigovan na 3,5 odsto, uz prvu procenu pada od minus 2 odsto i konačno očekivani stvarni pad bruto proizvoda od minus 6 do minus 8 odsto, uz očekivanu stopu inflacije od oko 10-12 odsto. To će normalni rast iznositi oko 2-4 odsto, što je i baza za budžetsku potrošnju. Bruto domaći proizvod (nominalno) porastao bi sa 2.798 milijardi iz 2008. a 2854 milijarde u 2009. godini (zahvaljujući delovanju inflacije). Budžetski deficit u 2008. godini ne iznosi oko 2 odsto u bruto domaćem proizvodu, već 4 odsto, dok deficit na klasične javne rashode iznosi 9,2 odsto i sredstva uplata od privatizacije iz budžeta su trošena za tekuću javnu potrošnju. Bez ovih privatizacionih prihoda u budžetu deficit u 2003. bi iznosio 45 milijardi (ili 22 odsto budžetskih prihoda), u 2005. godini 29 milijardi umesto prikazanog suficita od 17,7 milijardi i u 2006. godini 42 milijarde (16 odsto javnih prihoda) umesto 33,5 milijardi prikazanog deficita. Deficit republičkog budžeta za 2009. planiran je na 70.5 milijardi dinara, a već u prvoj polovini godine ostvaren je sa 53 milijarde (75 posto planiranog za celu godinu). Deficit javnog sektora se u 2008. godini finansirao na sledeći način: privatizacijom 41,6 milijardi, domaćim zaduženjem 7,4 milijarde i zaduženjem u inostrantvu 6,2 milijarde. Problemi u 2009. i 2010. ulaze na širom otvorena vrata. Naime, izostaju prihod od privatizacije, inostrano zaduženje je sve teže i nepovoljnije (ali i najgori oblik inostranog korišćenja duga), zaduženje kod nase centralne banke isključeno, a kod poslovnih banaka sve gde i dosta ograničeno, Zbog toga dolazi do težnji da se smanji javna potrošnja i da se povećaju poreski prihodi (PDV). Zbog sve veće nezaposlenosti, manjih uplata doprinosa i sve većeg broja penzionera nije ništa očkivano da doprinosi za PIO pokrivaju penzije u 2004. sa 63 posto, u 2008. sa 58,9 posto i u 2009. godini sa svga 48,6 posto. Ostalo su donacije i transferi iz drugih izvora budžetu. Ako se ovako nastavi raskorak će biti sve veći. Rashodi za PIO u republičkom budžetu iznosili su 2003. godine 50,8 posto, u 2008. godini 56,4 posto, dok u nekoliko meseci 2009. godine to raste na 70 posto. Može li se ovakav raskorak i sve veći deficit pokrivati? Budžet klizi ka sve većim teškoćama u redovnom izmirivanju budžetskih obaveza, ali i nelikvidnost javnog sektora. Nesolventnost države na ovom sektoru je potpuno izvesna. Došli su na naplatu

[1477] Ibidem, st.781.

računi jedne pogrešne fiskalne, monetarne, spoljnotrgovinske politike i spoljnog zaduživanja, odnosno pogrešne i pogubne privatizacije.[1478]

Ako su već nastojali da ne dođe do velikih socijalnih lomova (rast inflacije od 10-12 odsto) u 2009. godini dolazi do tolikog realnog obezvređenja penzija, koje su zamrznute, odnosno dodatnog opterećenja porezima privrede i stanovništva, stopirajmo sve isplate iz NIP-a (kao izmišljotina stranačkog upravljanja ogromnim sredstvima), kao i otplate kredita u ovoj godini iz budžeta. Time se osigurava preko 40 milijardi dinara iz otplata i oko 24 milijarde iz NIP-a , čime bi se "zatvorio" najveći deo budžetskog deficita. Na kraju, ako bi nam MMF i odobrio povećanje deficita sa zvaničnih 2 odsto (2008) na kraju 4,5 odsto u 2010. godini (koliko on stvarno i iznosi, čak i 6 odsto prema računu MMF), osnovni je problem kojim sredstvima pokriti ovaj deficit. MMF je povećanje sigurno odobrio, jer i najveći broj razvijenih zemalja ima ogromne budžetske deficite (npr. SAD 12,3 odsto, V. Britaniji 10 odsto, Nemačka, Francuska, Italija, Španija i druge imaju gotovo dvostruko veće deficite od dozvoljenog nivoa 3 odsto). Privreda je potpuno nekritički i nepripremljeno "otvorila" uvozom i izvozom, u duhu neoliberalizma, čime je izložena destrukciji nacionalne proizvodnje. U stvari je samo "prošireno" strano tržište na našu privredu- robama i novcem, što je ugušilo nacionalnu proizvodnju i uništilo domaće bankarstvo. Otvorenost privrede dostiže 85 posto bruto domaćeg proizvoda, pri čemu uvozom 55 posto i izvozom oko 30 posto. Nije neočekivano da je uz politiku precenjenog kursa dinara i visoku inflaciju u zemlji, koja prelazi 4-5- puta inflaciju u razvijenim zapadnim privredama, uvoz prosto eksplodirao, dok je izvoz ostao bez potrebnih stimulativnih mera monetarne, fiskalne i spoljnotrgovinske politike. Deficit spoljne trgovine gotovo progresivno raste: 2001 - 1,5 milijardi dolara, 2002 - 3,5 milijardi, 2003 - 4,7 milijardi, 2004- 7,1 milijardi, 2006 – 6,7 milijardi, 2007 – 9,7 milijardi i 2008 - 12,7 milijardi dolara. Ukupan deficit u navedenom periodu iznosi oko 52 milijarde dolara i veći je od ukupnog bruto domaćeg proizvoda u 2008. godini. Strana roba je preoplavila domaće tržište i potrošnju i uglavnom finansirana kreditima banaka. Ne postoji nikakva koncepcija spoljnotrgovinske politike, uvozi se nekontrolisano sve i svašta, dok domaća proizvodnja stagnira i sada duboko opada. Pokrivenost uvoza domaćim izvozom opada, dok će neselektivan uvoz ugroziti nacionalnu prouizvodnju.

Svakog meseca u Srbiji se uveze preko jedne milijarde dolara više nego što se izveze, stoga se kumulativno povećava deficit spoljne trgovine, uz narastanje spoljnog duga. To je koncepcija da se kratkoročni problemi i teškoće rešavaju zaduživanjem i da se dugoročno obaveze ubrzano kumuliraju i opterećuju buduće generacije. Ništa ne menja u stvarnosti što se struktura duga bitno izmenila u ovom periodu. Tako je 2001. godine od 10,8 milijardi dolara duga javni dug učestvovao sa 8,4 milijarde (90 posto), a privatni (banke i preduzeća) 2,4 milijardi. Krajem 2008. godine javni dug iznosi 9,2 milijarde (30 posto), a privatni dug 21,6

[1478] Ibidem, st. 843.

milijardi (70 posto). Obaveze iz jednog i drugog duga znače odliv akumulacije u inostranstvu.[1479] Učešće dospelih obaveza na inokredite u bruto domaćem proizvodu poraslo je sa 1 posto iz 2000. godine na 12,9 posto u 2008. god., dok je stopa privrednog rasta u ovoj godini 5,3 posto. Ukupan porast bruto proizvoda nije dovoljan da se pokriju dospele obaveze. Celokupna privreda radi samo za kamate i otplate. Uleteli smo u dužničku krizu i namakli "omču dugova". Odatle sada opšta trka za novim kreditima u inostranstvu, čak i za popunjavanje budžetskog deficita. Da li se uopšte razmišlja kuda to vodi? Da li uopšte postoji nekakav koncept razvoja i politika novog zaduživanja? Javnost treba da se bolje upozna sa politikom gotovo nekontrolisanog spoljnog zaduživanja, budžetskom politikom, efektima promašene privatizacije, investicijama, ali i kamatama i kursnom politikom, posebno pogrešno vođenom fiskalnom i monetarnom politikom. Kuda sve ovo može da vodi kada imamo nizak nivo privredne aktivnosti, i negativan rast (recesija, retardacija, nazadovanje), milionsku nezaposlenost, gotovo 1,6 miliona penzionera, ogroman spoljnotrgovinski deficit, visoku spoljnu zaduženost i sve veći pritisak tereta spoljnih dugova, ogroman budžetski deficit, masovno osiromašeno stanovništvo i proleterizaciju srednje klase? To je sve normalna posledica lošeg koncepta razvoja i stabilizacije, dopunjena pogrešnom privatizacijom i liberalizacijom tržišta. Sa ovakvim" rezultatima" i pogrešnom razvojnom politikom- monetarnom, fiskalnom, spoljnotrgovinskom, raspodelom, investicijama, deviznom i kursnom politikom – jasno nam je kakv nas scenario čeka, ako se ovako bude vodila strategija u privredi i društvu.

EKONOMSKA GLOBALIZACIJA I FINANSIJSKA KRIZA

Globalizacija je neminovan društveni proces objedinjavanja čovečanstva u jedinstveno svetsko društvo, koje je međusobno uslovljeno i međusobno povezano u globalno ekonomsko, političko, kulturno prostranstvo. Kretanje naroda unutar i između kontinenata, trgovina između različitih država bez obzira na udaljenost, međunarodno ulaganje u trgovinu robom, rast transnacionalnih kompanija, porast inostranih investicija i brže i obimnije finansijske transakcije, predstavlja jedan od najznačajnijih procesa savremenog civilizovanog razvoja. Proces globalizacije je doveo čovečanstvo do raskršća. Naučna javnost treba da rešava složene problem koji mogu uticati na život pojedinih naroda i opstanak pojedinih država. Globalizacijom su obuhvaćeni svi institucionalni oblici i sve sfere društvenog razvoja. Zahvaljujući novoj tehnologiji, komunikaciji i novoj ekonomiji nametnula je svetu nova pravila, nove sadržaje, nove dimenzije i nova znanja.

[1479] Ibidem, st. 901

Globalizacija je veoma složen, neravnomeran, protivurečan i dugoročan proces. U tom procesu, društvo ima različite stavove u zavisnosti od stepena razvoja, ekonomskih i političkih interesa. Globalizacija traži načine da postane progresivan proces budućnosti čovečanstva i da postane pozitivan civilizacijski znak ove epohe. Termin globalizacija (ujedinjenje u jedinstveno svetsko društvo) zamenio je izraz međunarodni (odnos savremnih država). Termin globalizacija vezuje se period koji je došao nakon realsocijalizma, hladnog rata i stvaranja unipolarnog sveta: ideja o jedinstvenom svetu bez granica. Mondalizacija ili multipolarna globalizacija pretpostavlja ravnopravnost između različitih naroda, država i kultura i čuva jedinstvo različitosti sveta: osnovni smisao je integracija sveta, demokratsko ujedinjavanje, emancipacija čoveka (bez sistema prinude) i promocija nauke i znanja. Neoimperijalna globalizacija je prisilna anatagonistička i unipolarna. Počiva na megakapitalu. Vašingtonski koncenzus, predstavlja principe koje američka vlada i međunarodne finansijske institucije nameću državama koje zavise od njih: poštovati pravila koja se odnose na liberalizaciju trgovine i finansija, slobodno formiranje cena, zaustavljanje inflacije i sprovođenje privatizacije.

Hiperglobalistički pristup u savremanom svetu egzistira kao jedinstvena ekonomija koja je objedinila vodeće ekonomske regione:" ekonomija bez granica" u kojoj vodeću ulogu imaju ekonomski najmoćnije privredne korporacije koje preuzimeju ulogu države, stvaranja nove svetske vlade zasnovana na moći i dominaciji. Skeptični pristup "seje" konstataciju da globalizacija izaziva ekonomske, kulturne i ekološki negativne posledice : teži očuvanju lokalnog kulturnog identiteta i ističe monopol u vojnoj industriji. Transformacioni ili reformistički pristup, globalizaciji ima za cilj reorganizaciju ekonomske, politčke, vojne, kulturne dominacije, gde kapitalizam uvodi društveno blagostanje."Četvrti put" pristup[1480] su zemlje u tranziciji, koje kritikuju povezivanje sveta u jednu celinu navodeći primere negativnih reformi koje su sprovedene. Entoni Gibens: globalizaciju definiše kao intenzivne društvene odnose na svetskom planu, koji povezuju udaljena mesta tako što lokalna zbivanja uobličavaju događaji koji su se odigrali kilometrima daleko i obrnuto. Dejvid Hold: globalizacija je preobražaj prostorne organizacije društvenih odnosa koji su određeni njihovim obimom, intenzitetom, brzinom i učinkom stvarajući transkontinentalane tokove i mreže delovanja. Zbignjev Bžežinski- neokonzervativni teoretičarskoj razvija teoriju o tehnotroničnom društvu. Globalizacija će predstavljati ideologiju 21. veka. Neomarksistički i postmarksisti kritikuju negativne posledice procesa globalizacije: Neoliberalizam ukazuje da se globalizacija koristi kao glavno oružje u borbi protiv tekovina walfare state, dok se ideologija globalizma transformiše u specifičan neoimperijalni projekat hegemonije i unipolarizma. Ekonomska globalizacija podrazumeva rastuću privrednu međuzavisnost država planetarnog sveta i težnju da različite privrede sveta ujedinji u svetsku integrisanu privredu. Samim tim i

[1480] Dr D. Marković, dr B. Ilić i dr Ž. Ristić, Globalna ekonomija, Etnostil, Beograd, 2009.

tranzicija je globalizacija kapitalističkog privrednog sistema. Svetska trgovinska organizacija (STO), globalizaciju posmatrao kao rast međunarodne razmene roba i usluga kroz kretanje tehnologije i kapitala i migraciju u svetu, tehnološke promene, liberiralizaciju međunarodne trgovine i investicije nacionalnih privreda.

Globalizacija svetske privrede u užem smislu vrši se u prekograničnom poslovanju preduzeća . Obeležja u užem smislu su da je mikroekonomski proces, da se u procesu globalizacije sve više kreću finansije, tehnologije, znanje, svojina i da je to posledica oštre podele sveta i da strane direktne investicije (SDI) povezuju različite nacionalne privrede. Ekonomska globalizacija u praksi najviše zavisi od brzine liberalizacije međunarodnih ekonomskih odnosa. Liberalistička škola zastupa da liberalizaciju ekonomskog života treba prepustiti tržištu koje u najvećoj meri reguliše ekonomski život. Intervenistička ili neokonzervativna škola smatra da liberalizaciju ekonomskog života treba ograničiti državnom intervencijom ili moraju delovati tržišni mehanizmi. Neoliberalističke škole karakteriše glorifikaciju tržišta kao regulatora privrednog života i međunarodnih ekonomskih odnosa, insitira na degresiji, privatizaciji i smanjenju poreza na dohodak kapitala. Internacionalistička ili protekcionistička škola polazi od toga da liberalizacija tržišta daje povlastice ekonomski najefikasnijima i ekonomski najjačim državama. Jačanje transnacionalnih kompanija svoju moć ostvaruju kontrolom tržišta roba i usluga, kontrolom finansijskog i tržišta informacija. Pozitivni efekti: unos svežeg kapitala, nove tehnologije, povećanje zaposlenosti i nezaposlenosti, porast izvoza i deviznih prihoda. Porast spoljno trgovinske razmene za četiri decenije je povećana za 3 puta. Posebno je povećan robni izvoz gde izdvajamo informatičku opremu, naftu, gas, poljoprivredne proizvode i dr. Globalna ekonomija ne može ravnomerno i ujednačeno da obuhvati sve zemlje sveta, jer se one ne nalaze na istom stepenu razvoja. Za mnoge nerazvijene zemlje globalizacija može značiti kolonizaciju ili potpunu asimilaciju. Nova ekonomija se zasniva na visokosofisticiranoj tehnologiji, na znanju i inovacijama, novim firmama povezivanja i udruživanja transnacionalnih kompanija, a poslovanje se odvija na svetskom tržištu. Intelektualni kapital obuhvata sve vrste znanja i sposobnosti – veštine, iskustvo, samopouzdanje, odgovornost, motivisanost. Polanji je znanje podelio na eksplicitno (obuhvata prerađene informacije - podatke, procedure, planove i politiku), tacit znanje (nemo, prećutno, ne izražava se rečima, rezultat je učenja – iskustva, vaspitanja, inspiracije, emocije, motivacije), menadžment znanje (povećava ukupnu konkurentnost organizacije na tržištu i poboljšava njene performanse).[1481]

Internet globalno elektronsko poslovanje koje se obavlja u 3 područja: business-to-business (B2B) firma - firma, business-to-consumer (B2C) firma – mušterija, business-to-employer (B2E) firma – poslodavac. Ekonomija simbola podrazumevaju se brzi transferi globalnih, nominalnih, simboličkih i virtuelnih vrednosti: bezgotovinsko plaćanje, međunarodna trgovina akcijama, međunarodne bankarske transakcije. Ubrzan razvoj globalizacije sa ekonomskog aspekta :

[1481] Dr D. Marković, dr B. Ilić i dr Ž. Ristić, Ekonomija znanja, Etnostil, Beograd, 2010.

indeks Global Research Institut-a (prati se međuzavisnost trgovine i proizvodnje), indeks hamburškog Instituta (za ekonomska istraživanja obuhvata proizvodnju, uvoz, izvoz i proizvodnju stranih firmi u Nemačkoj).

O političkim odnosima između država u procesu globalizacije izdvajaju se:

a. Pax Amerikana – upravljanjem jedinstvenim političkim prostranstvom treba da upravlja Amerika kao najmoćnija ekonomska sila.

b. Adam Smit model – globalne političke institucije ne treba da se mešaju delovanje tržišnih mehanizama, jer se ekonomija zasniva na liberalizaciji tržišta,

c. Fragmentacija – država ima pravo i obavezu da štiti nacionalne interese,

d. Koordinacija – sve države grade sistem na demokratskim osnovama.

Globalizacijom se naziva treća faza procesa internacionalizacije u svetskoj privredi. U prvoj fazi, glavnu ulogu je odigrala svetska trgovina, a stepen internacionalizacije se merio udelom u svetskom izvozu. Proširenje razmene između zemalja dovodi do toga da se specijalizacija (podela rada) između ljudi transformiše u specijalizaciju (podelu rada) između zemalja kao nacionalnih ekonomija. Nužnost razmene između zemalja (međunarodnu razmenu) uslovljava više faktora, od kojih su najznačajniji: različit raspored prirodnog bogatstva u svetu, razvoj krupne kapitalističke robne proizvodnje, produbljivanje podele rada između različitih zemalja, kako na bazi prirodnih (prirodno bogatstvo), tako i na bazi stečenih prednosti (razvoj proizvodnih snaga i preimućstva pojedinih zemalja u proizvodnji određene robe ili usluga na bazi razvoja nauke i tehnologije: na primer u proizvodnji automobila, aviona, kompjutera, bele tehnike i sl.)[1482] U proceni stvarnih efekata globalizacije treba najpre imati u vidu činjenicu da ne postoji saglasnost o tome da li je reč o novom fenomenu ili samo delu opšteg procesa integracije. Charles Oman, rukovodilac grupe za istraživanje globalizacije i regionalizacije OECD, smatra da jedinstvo svetskog tržišta u smislu globalizacije predstavlja samo šlagvort koji su izmislili novinari - "It's a journalist's catchword". Faze globalizacije pojavljuju se od sredine prošlog stoleća, i tu po mišljenju ovog stručnjaka nema ničeg novog. Izvoz radnih mesta u zemlje sa nižom cenom rada i proizvodnja na jednom mestu za čitav svet su preterivanje u oceni savremenih procesa integracije. Isto tako globalizacija ne može biti jedini uzrok nezaposlenosti, a rešenje bi trebalo tražiti u prelasku masovne industrijske proizvodnje sa velikim troškovima rada, na modernije i fleksibilnije oblike koji pružaju mogućnost podizanja produktivnosti.

"Internacionalizam više nije utopija. On je već na horizontu iako je jedva primetan". Regionalizam je realnost. Regionalizam ne kreira superdržavu čija vlada zamenjuje nacionalnu vladu. On kreira regionalne upravljačke, upravne agencije koje potiskuju nacionalnu vladu u stranu u važnim oblastima i čine je sve manje relevantnom. (P. F. Drucker). Put prema regionalizmu pokrenula je Evrop-

[1482] Dr D. Marković, dr B. Ilić i dr Ž. Ristić, Ekološka ekonomija, Etnostil, Beograd, 2010.

ska unija (EU). Evropska unija se pojavila kao Evropska ekonomska zajednica, kao čisto ekonomska organizacija. Ona je preuzimala više političkih funkcija vremenom, a sada je stvorena jedna centralna banka i evropska moneta, i preuzela je na sebe nadležnost nad trgovinom i strukom: nad udruživanjima, spajanjima nad socijalnim zakonodavstvom; nad slobodnim tokovima robe, usluga, ljudi. Kada se razmišlja o integracijama, onda se misli na savremene procese međunarodnog povezivanja i organizovanja na sve brojnije međunarodne ekonomske grupacije u raznim delovima sveta, a posebno na Evropsku uniju, Evropsko udruženje slobodne trgovine, NAFTA, APEC, CACM i dr. Gotovo sve zemlje svetu obuhvaćene procesima međunarodnih ekonomskih integracija. U tome prednjače razvijene zemlje Evrope koje su formirale najsnažniju i najhomogeniju međunarodnu ekonomsku grupaciju-Evropsku uniju.

SAD se ubrzano povezuju u više pravaca: formiraju slobodnu zonu Severne Amerike (NAFTA) i uključuju se u Organizaciju azijsko-pacifičkog regiona (APEC) u kojoj su i svetski ekonomski kolosi Japan i Kina. Od bivšeg SSSR nastala je Zajednica nezavisnih država (ZND) u kojoj je Rusija ekonomski najsnažnija zemlja. Većina zemalja Azije, Afrike i Latinske Amerike se povezuju i formiraju svoje organizacije. Shodno svojoj veličini, širini međunarodnih operacija i pozicijama koje stiču u društvu multinacionalne kompanije (transnacionalne korporacije), postaju činilac koji utiče na odluke svojih vlada i vlada onih zemalja na čijoj se teritoriji nalaze njihove filijale. Njihovo značajno prisustvo u odnosima među državama je danas i nesporno, a pitanje vrednosnog određivanja tog uticaja je predmet velikih sporova i sučeljavanja u teoriji koja se bavi radom transnacionalnih korporacija.

Multinacionalne kompanije danas dominiraju svetskim tržištem robe, usluga i kapitala. One su izraz koncentracije i centralizacije kapitala, koji nastoji da ostvari maksimalne profite. Multinacionalne kompanije su transmisija razvoja i eksploatacije u svetu. Raspolažu savremenom tehnologijom, znanjem i kapitalom, koji se mogu lako kretati između različitih država. Poslovna filozofija transnacionalnih korporacija govori da je ceo svet jedno jedinstveno tržište. Tome se one prilagođavaju i pronalaze mesta gde mogu da proizvode najjeftinije i prodaju tamo gde postoji tražnja. Ulaganje se vrši na različite načine: direktnih investicija, osnivanjem privredne institucije, njenim posedovanjem i upravljanjem. Međunarodno kretanje kapitala predstavlja transfer kupovne snage iz jedne zemlje u drugu, u novčanom vidu, u vidu roba i usluga. Ono po pravilu izaziva porast kupovne snage u zemlji kapitala, a smanjenje kupovne snage u zemlji izvoznici kapitala. Porast kupovne snage u zemlji uvoznici kapitala deluje u pravcu porasta uvoza, s obzirom da je priliv novčane mase izazvao u zemlji porast cena. U zemlji izvoznici kapitala kupovna snaga se smanjila što je dovelo do sužavanja tržišta za proizvode prve zemlje.

Međunarodno kretanje kapitala može da se razmatra prema vremenskom, ekonomskom ili vlasničkom kriterijumu. Prema vremenskom kriterijumu među-

narodne kapitalne transakcije mogu da budu u vidu kratkoročnih, srednjoročnih i dugoročnih zajmova. Kratkoročni zajmovi su obično privatni zajmovi. To su kratkoročni krediti (komercijalni i robni) u vezi sa izvršavanjem poslovnih transakcija u međunarodnoj trgovini. Značajan oblik kratkoročnih kredita se javlja u vidu dokumentarnog akreditiva, gde uvoznik otvara akreditiv u korist izvoznika (kreditira izvoznika pre prijema robe). Prema ekonomskom (funkcionalnom) kriterijumu, dugoročno kretanje kapitala se ostvaruje u okviru zajmovnog kapitala i u vidu investicionog kapitala. Prvi oblik predstavlja prenos kupovne snage iz jedne zemlje u drugu, a drugi predstavlja preduzetnički investicioni poduhvat u inostranstvu.[1483] Ciljevi međunarodnog kretanja dugoročnog kapitala su determinisani mogućnostima i potrebama investiranja u međunarodnim razmerama i ekonomsko-političkim odnosima u svetu. Pod zajmovnim kapitalom (creditor capital) u međunarodnim ekonomskim odnosima podrazumeva se takav oblik međunarodnog kretanja kapitala kod kojeg se kupovna snaga transferiše neposredno u obliku zajma od zemlje davaoca kredita u zemlju uvoznika kredita, koja ga može upotrebiti bilo u svrhe proizvodnje ili potrošnje. U suštini zajmovnog kapitala leži tendencija međunarodnog izravnanja razlika u snabdevenosti kapitalom i u potrebama za kapitalom od zemlje do zemlje. Međunarodno kretanje investicionog kapitala se odnosi na međunarodno finansiranje: kada se radi o ulaganju dugoročnog kapitala radi obezbeđivanja kontrole nad preduzećem (direktne investicije), i radi o ulaganju u hartije od vrednosti koje nose fiksnu kamatu portfolio investicije.

Strane direktne investicije (SDI), u savremenoj razvojnoj etapi, preuzimaju funkciju ključnog razvojnog faktora svetske privrede i, uz trgovinu, postaju osnovni mehanizam globalizacije svetske privrede, odnosno globalizacije poslovanja preduzeća. Strane direktne investicije su pružile idealno rešenje: putem direktnih investicija u inostranstvu, preduzeća razmeštaju svoje proizvodne sisteme i ostale poslovne funkcije u globalnim razmerama, nastojeći da obezbede najpovoljnije snabdevanje sa jedne strane (sirovinama, energijom i radnom snagom), a sa druge strane najprofitabilniji plasman svojih proizvoda/usluga uz prisustvo na svim važnijim tržištima. Najznačajniji deo u kompleksnom investicionom paketu, svakako predstavljaju determinante kretanja stranih direktnih investicija: one su brojne kako u zemlji investitoru, tako i u zemlji domaćinu, i bitno opredeljuju motivacione faktore i ponašanja investitora, odnosno tzv. push stranu. Zemlje primaoci stranih direktnih investicija mogu pravilno postaviti svoju investicionu politiku i time opredeliti privlačnost domaćih lokacija (pulI strana) samo ako im je poznat sistem motivacije subjekata koji vrše strana ulaganja, odnosno ukoliko su poznate determinante koje određuju tokove SDI u svetu.

U svim postsocijalističkim zemljama osnovni tranzicioni model je obuhvatio sledeće komponente: privatizaciju preduzeća u državnoj svojini, liberalizaciju cena i napuštanje državnih subvencija, kao integralni deo liberalizovanja

[1483] Dr D. Marković, dr B. Ilić i dr Ž. Ristić, Globalna ekonomija, Etnostil, Beograd, 2009.

domaće trgovine, eliminisanje barijera za ustanovljavanje novih privatnih preduzeća i privrednih organizacija, liberalizaciju finansijskog tržišta, liberalizaciju spoljnje trgovine, zatvaranje spoljnotrgovinskih organizacija u državnoj svojini, uspostavljanje efikasnog upravljanja privrednim organizacijama, uravnoteženje državnog budžeta povećanjem poreza i redukovanjem potrošnje javnog sektora. Strane direktne investicije predstavljaju sredstvo za privlačenje privatnih investicija u cilju održiveg razvoja. SDI, takođe, promovišu osnovne ekonomske ciljeve: stabilnost, razvoj i razmenu znanja (know how). Zbog svega što nose SDI, zemlje Centralne i Istočne Evrope se nadmeću za pružanje što povoljnijih uslova za ulazak stranog kapitala, gde strane investicije zalsta transformišu "staro" tržište u slobodno tržište. Postoji dosta rasprava vezanih za prednost i značaj SDI koje možemo sumirati na sledeći način: Prvo, tržište kapitala još uvek nije (dovoljno) razvijeno, te ne može da zadovolji potrebe velikih investicionih projekata. Čvrsta valuta koja je potrebna za investicije, nije pristupačna na domaćem tržištu, ili je do nje teško doći. Kao direktan izvor stranog kapitala SDI rešavaju oba problema istovremeno. Strani investitori imaju pristup stranim izvorima kapitala i ne zavise od relativnog stagniranja domaćeg tržišta kapitala ili (ne) mogućnosti zemlje da generiše strani kapital putem izvoza proizvoda i usluga. Polazne osnove za investicionu klimu su: [1484]

a) stabilna politika i vlada koja bi bila u stanju da proizvede stabilne i razumne ekonomske smernice;

b) izbegavanje preteranih restrikcija (npr. pristup konvertibilnoj valuti ili režimu povraćaja profita) i regulacija;

c) postojan i funkcionalan pravni i poreski sistem.

Pretpostavlja se da je to produkt finansijske krize u Aziji i Rusiji i taj značaj raste zahvaljujući trenutnom usporavanju svetske ekonomije. Proces dezinvestiranja trajao je duže od dva tehnološka ciklusa kroz koja su u međuvremenu prošle evropske zemlje. Neposredne negativne posledice su: usporavanje rasta, pad agregatne proizvodnje i zaostajanje izvozne konkurentnosti. Aktivirana je jaka veza između slabog ekonomskog rasta i investicija zbog nemogućnosti značajnijeg povećanja štednje (akumulacije) za pokretanje novih investicija. Tako se spirala proizvodnja-štednja-investicije-proizvodnja kreće ka sve nižim nivoima. Nedovoljna domaća akumulacija zahteva ulivanje inostranog kapitala, kao prvu pretpostavku za trajno prevođenje stope ekonomskog rasta na viši nivo. Projektovanje makroekonomske slike u godinama koje dolaze suočava se sa problemom obezbeđivanja potrebnog nivoa investicija kao jedine poluge održivog razvoja i rasta bruto-domaćeg proizvoda, te, povratno, stvaranja akumulacije za rast investicija, odnosno održanje dostignutog nivoa ili ubrzavanje privrednog rasta. Projekcije sadrže tri bilansne međusobno povezane komponente: bilans upotrebe GDP-a, platni bilans zemlje i bilans štednje i investicija.[1485]

[1484] Ibidem, st 346.
[1485] Ibidem, st. 284.

Nakon reintegracije u većinu svetskih i regionalnih organizacija i inicijativa, uspostavljanjem povoljnijeg makroekonomskog okruženja, kao i "ponovnim" otpočinjanjem procesa privatizacije, značajno je porastao interes firmi i banaka iz EU da investiraju. Radi o strateškim investitorima, koji ne žele samo da zarade na razlici između kupovne i prodajne cene, već da u zemlju prenesu tehnološka i upravljačka znanja, kako bi omogućili razvoj proizvodnje i podizanje nivoa usluga za potrebe domaćeg, ali i šireg stranog tržišta. Prema podacima Economist Intelligence Unit prosečan realni rast BDP-a u zemljama u tranziciji je iznosio 5,1%. No, ukupan priliv SDI u tim državama svakako nije pravilno raspoređen rnađu njima. Tako, na primer, najmanji priliv su imale najrazvijenije ekonomije među 27 zemalja u tranziciji - Češka, Poljska, Mađarska i Slovenija.

Danas je veoma popularno govoriti o svetskoj finansijskoj krizi, krizi na međunarodnim finansijskim tržištima, krizi svetske ekonomije, krizi nacionalnih ekonomija i efektima globalne krize na privrede. Debate o krizi se koriste u političke svrhe, u cilju skretanja pažnje sa gorućih problema u nacionalnim ekonomijama kako bi se kriza vođenja ekonomske politike svalila, zbog opravdanje za pogrešne poteze u domenu nacionalne ekonomije "prelivanja" svetske finansijske krize. Kretanja na međunarodnim finansijskim tržištima i globalizacija su generator ulaska u fazu kada se ispoljavaju socijalni problemi, nezaposlenost, pad proizvodnje,sa prebegavanjem se zaboravlja da se ne ulaže u privredu, da se ne investira u proizvodnju koja obezbeđuje dohodak za podmirivanje potreba za ličnu i javnu potrošnju i za investicije. Kriza na međunarodnom finansijskom tržištu ima brojne uzroke. Najvažniji ipak potiču iz njegovog najosetljivijeg segmenta deviznog tržišta. Osnovna uloga međunarodnog finansijskog tržišta je uspostavljanje veza između finansijskih tržišta kako bi se omogućila plaćanja koja proističu iz međunarodne ekonomske saradnje. i nameće se potreba da i valute istočnoevropskih i azijskih zemalja zauzimale adekvatno mesto na međunarodnom finansijskom tržištu. *Finansijsko tržište* je mesto na kome se susreću ponuda i tražnja za finansijskim instrumentima i subjekti koji trguju finansijskim instrumentima (učesnici na finansijskim tržištima). Nacionalno finansijsko tržište obezbeđuje uslove za racionalnu upotrebu finansijskih sredstava. Učesnici na finansijskom tržištu, koji najefikasnije koriste faktore proizvodnje privlače najviše finansijskih sredstva za svoju aktivnost, iz te koje obezbeđuju veće prihode vlasnicima finansijskih sredstava vidu kamate, dividende ili drugog oblika prihoda.

Finansijski sistem sastoji se iz elemenata koji omogućavaju nesmetan tok finansijskih sredstava društveno ekonomskoj zajednici: sistem kanala kojima se vrši transfer finansijskih sredstava u privredu, između stanovništva i privrednih subjekata, između štednih jedinica i investicionih jedinica. *Međunarodna finansijska tržišta* i međunarodni finansijski sistem odlikuju se, međuzavisnošću sa svetskom privredom i karakterišu ih i uzročno-posledične veze. Međunarodno finansijsko tržište stvara uslove za racionalnu alokaciju novca i kapitala u okvirima svetske privrede: kapital je najmobilniji faktor proizvodnje. Brzi razvoj međuna-

rodnog finansijskog tržišta posledica je brzog razvoja međunarodne saradnje, međunarodne trgovine i ekonomske saradnje nacionalnih privreda. Razvoj svetske ekonomije i međunarodne ekonomske saradnje doprinosi razvoju međunarodnog finansijskog sistema, i obratno razvoj finansijskog sistema stvara pretpostavke za dalje unapređenje međunarodne trgovine. Globalizacija predstavlja jednu od tri osnovne tendencije na savremenom međunarodnom finansijskom tržištu (pored sekjuritizacije i upravljanja rizicima). "Umesto iseckanosti na pojedina nacionalna finansijska tržišta, sa značajnim i raznovrsnim preprekama, liberalizacijom tokova novca i kapitala došlo je do čvršćih veza na međunarodnom planu, uz značajno olakšavanje uslova i, čak, ujednačavanje zakonskih propisa – što olakšava i ubrzava cirkulaciju finansijskih sredstava."[1486]

Najsnažniji uticaj na međunarodno finansijsko tržište imaju promene na deviznim tržištima, jer se preko njih uspostavljaju veze između pojedinih nacionalnih finansijskih tržišta. Zato su najverovatniji razlozi izbijanja krize na međunarodnom finansijskom tržištu "deviznog porekla". Neodrživost dolara kao svetskog novca, potreba uspostavljanja novog međunarodnog novca, potreba uspostavljanja novih valutnih blokova kao odraza snage nacionalnih ekonomija. Dominacija SAD, ekonomski interesi ove supersile i nastojanja da se dolar i ubuduće koristi kao svetski novac u čitavom svetu, uz enormno narastanje budžetskog i platnog deficita Amerike, glavni su uzroci svetske finansijske i ekonomske krize, koja je buknula tokom jeseni 2008. na finansijskom tržištu u SAD. Kriza finansijskog tržišta se manifestovala pucanjem balona na finansijskom hipotekarnom tržištu u Americi.Sadašnji međunarodni monetarni sistem počiva na bretonvudskom sistemu u kome je dolar glavni denominator vrednosti drugih valuta i glavni izvor međunarodne likvidnosti. U dolaru se izražava vrednost unce zlata, u dolarima se izražava cena barela nafte, u dolarima se obavljaju međunarodna plaćanja između velikog broja zemalja, velika količina dolara kruži po svetu van Amerike, u dolarima se vode depoziti, devizne rezerve.Uloga dolara postala je prenaglašena u odnosu na snagu američke privrede i nesrazmerna njenim proizvodnim mogućnostima, pa se sada postavlja pitanje realnog robnog pokrića. Taj sistem je podrazumevao da dolar igra ulogu svetskog novca: da se u dolarima iskazuju devizni pariteti drugih valuta, vrše međunarodna plaćanja, prave kalkulacije i fakturišu cene, da se dolari drže kao monetarna rezerva u drugim zemljama, da i stranci štede u dolarima, i da dolar bude podloga međunarodne likvidnosti"[1487] Dolar je bio stub bretonvudskog monetarnog sistema, ali posle ukidanja zamenljivosti dolara za zlato 1971. godine i dve devalvacije dolara 1971. i 1973. godine došlo je promene međunarodnog monetarnog sistema (prešlo se na sistem promenljivih deviznih kurseva). Međutim, dolar nije izgubio ulogu svetskog novca.

[1486] Predrag Jovanović Gavrilović: „Karakteristike savremenog međunarodnog finansijskog tržišta", Referat za kongres SRRRS, Vrućica 2007

[1487] Predrag Jovanović Gavrilović: „Karakteristike savremenog međunarodnog finansijskog tržišta", referat za kongres SRRRS, Vrućica 2007

Posle uspostavljanja evro zone i koncentrisanja dela azijskih zemalja oko valutnog bloka jena, nameće se potreba formiranja i četvrtog valutnog bloka. Zemlje BRIK-a su pokrenule ovo pitanje.Zemlje bivšeg Sovjetskog Saveza i azijske zemlje, koje su upućene na međusobnu ekonomsku saradnju, osećaju potrebu da međusobna plaćanja ne obavljaju u dolarima, već u svojoj novoj valuti: bilo da je to konkretna novčana jedinica, što bi mogla biti sovjetska rublja, ili nova obračunska valuta slična nekadašnjoj transferabilnoj rublji – valuti koju su koristile u obračunima međusobnih plaćanja zemlje nekadašnjeg SEV-a.

F I N A N S I J S K I R E Č N I K:[1488]

Agencijska teorija (Agency theory). Grana ekonomije koja se bavi ponašanjem nalogodavaca (kao što su vlasnici) i njihovih zastupnika agenata ili zastupnika (kao što su menadžeri).

Akcionarski kapital (Shareholders' equity). Razlika između ukupne imovine (aktive) i ukupnih obaveza (pasive). Alternativno, knjigovodstvena vrednost običnih akcija kompanije (po normalnoj vrednosti) plus dodatni uplaćeni kapital (additional paid-in capital – iznos koji investitori uplaćuju kompaniji za akcije povrh nominalne vrednosti akcija) i zadržana dobit.

Akreditiv (Letter of credit (L/C)). Kreditni instrument koji izdaje treća strana (obično banka) i koji garantuje isplatu ukoliko se ispune određeni uslovi. Često se koristi kao garancija plaćanja neke obaveze.

Akumulirani rashodi (Accured expenses). Još uvek neizmirene obaveze u pogledu isplate plata, poreza, kamata i dividendi. Račun akumuliranih rashoda je kratkoročna obaveza.

Alternativni minimalni porez (Alternative minimum tax (AMT)). Alternativni, odvojeni proračun poreza koji se zasniva na oporezivom dohotku poreskog obveznika, uvećanom za određene poreske stavke, koje se zbirno nazivaju "tax preference items" (stavke koje mogu rezultirati time da poreski obveznik plaća AMT). Poreski obveznik plaća veći porez (ili AMT) od redovno određenog poreza.

Amortizacija na osnovu opadajućeg salda (Declining-balance depreciation). Metoda amortizacije koja zahteva da se godišnji trošak određuje kao fiksni procenat depresirane knjigovodstvene vrednosti imovine na početku godine na koju se odnosi amortizacioni trošak.

Amortizacija (Depreciation). Sistemska alokacija troškova kapitalne imovine tokom određenog vremenskog perioda s ciljem finansijskog izveštavanja, poreske svrhe ili i jednog i drugog.

Amortizaciona osnovica (Depreciable basic). U poreskom računovodstvu, ukupni trošak nabavke imovine. To je iznos koji se po zakonu može amortizovati tokom vremena u poreske svrhe.

Amortizacioni (otplatni) fond (Sinking fund). Fond utemeljen da bi se periodično povukao deo emisije hartija od vrednosti pre dospeća (pre svega obveznica). Od korporacija se zahteva da periodično uplaćuje odgovarajući iznos u otplatni fond.

[1488] Izvor: James C. Van Horne i John M. Wachowicz, **Osnovi finansijskog menadžmenta,** Data Status, Beograd, 2007.

Analiza EBIT-EPS prelomne tačke (EBIT-EPS break-even analysis). Analiza efekta finansijskih alternativa na zaradu po akciji. Tačka pokrića je nivo EBIT-a, gde je EPS isti za dve (ili više) alternative.

Analiza izjednačenih veličina (Common-size analysis). Procentualna analiza finansijskih izveštaja u kojoj se sve stavke u bilansu stanja dele ukupnom aktivom a sve stavke iz bilansa uspeha neto prodajom ili prihodima.

Analiza prelomne tačke (Break-even analysis). Tehnika za proučavanje odnosa između fiksnih troškova, varijabilnih troškova, profita i količine prodaje.

Anuitet (Annuity). Niz jednakih novčanih uplata ili isplata koje se vrše u određenom broju jednakih vremenskih perioda. U običnom anuitetu (ordinary annuity) isplate ili uplate se vrše na kraju svakog perioda; dok se kod dospelih ili konačnih anuiteta (annuity due) isplate ili uplate vrše na početku svakog perioda.

Arbitraža (Arbitrage). Pronalaženje dve aktive koje su u suštini jednake, pri čemu se kupuje jeftinija i prodaje skuplja.

B2B razmena (B2b exchange). Tržište na internetu gde se spaja ponuda i potražnja uz trenutno aukcijsko nadmetanje.

Balonska uplata (Balloon payment). Rata za dug koja je mnogo veća od ostalih rata. Poslednjom ratom se isplaćuje cela glavnica na dan dospeća.

Bankarski akcepti (Banker's acceptances (BAI). Kratkoročni dugovni instrumenti (menica) kojima se banka (pošto ih je prihvatila ili "akceptirala") obavezuje da će njihovu nominalnu vrednost isplatiti vlasniku na dan dospeća.

Beli vitez (White knight). Prijateljski kupac koji na poziv kompanije kupuje akcije od neprijateljskih ponuđača ili izlazi sa prihvatljivom protivponudom kako bi oborio početnu neprijateljsku ponudu.

Beta (Beta) Pokazatelj sistemskog rizika. Meri osetljivost prinosa akcija na promene u prinosima tržišnog portfelja. Beta portfelja je jednostavno ponderisani prosek beta-koeficijenta pojedinačnih hartija od vrednosti u portfelju.

Bilans stanja (Balance sheet). Prikaz finansijskog stanja preduzeća na određeni datum, koji prikazuje ukupnu aktivu, ukupnu pasivu i sopstveni kapital akcionarskog društva.

Bilans uspeha (Income statement). Prikaz prihoda i rashoda preduzeća tokom određenog perioda, koji se završava sa neto prihodom ili gubitkom za taj period.

Bruto obrtni kapital (Gross working capital). Investicija preduzeća u tekuću aktivu (u obliku gotovine, utrživih hartija od vrednosti, potraživanja i zaliha).

Buduća vrednost (konačna vrednost) (Future value (terminal value)). Vrednost sadašnjeg novčanog iznosa ili niza isplata u nekom budućem vremenu, procenjena po datoj kamatnoj stopi.

Cena izvršenja ili strajk cena (Exercis price). Cena po kojoj obična akcija koja je vezana za varant ili kolopciju može da se kupi u definisanom vremenskom periodu.

Cena opoziva (Call price). Cena po kojoj izdavač može otkupiti hartiju od vrednosti kod koje postoji mogućnost opoziva pre njenog dospeća.

“Crvena haringa” (Red herring). Preliminarni prospekt. Na naslovnoj strani sadrži izjavu odštampanu crvenom bojom u kojoj se navodi da registracija još nije odobrena.

Čista igra (Pure play). Investicija skoncentrisana na jednu poslovnu delatnost. Potpuna suprotnost čistoj igri bila bi investicija u konglomerat.

Claytonov zakon (Clayton Act). Savezni antimonopolski zakon iz 1914. godine, za posticanje konkurencije, koji se odnosi na nekoliko antimonopolskih pitanja uključujući ukrštanje upravnih odbora (interlocikng derectorates), rasnu diskriminaciju, ekskluzivnu prodaju i spajanje.

Datum evidentiranja (Record date). Datum koji određuje upravni odbor prilikom objavljivanja dividende, i na koji investitor mora da bude upisan u knjigu akcionara da bi imao pravo na predstojeću dividendu.

Datum isteka prava (Ex-rights date). Prvi datum na koji kupac akcije više nema pravo da upisuje dodatne akcije tokom upravo objavljenog prava ponude.

Derivatna (izvedena) hartija od vrednosti (Derivative security). Finansijski ugovor čija vrednost delimično proizilazi iz vrednosti i osobina jedne ili više imovina (npr. hartije od vrednosti, roba), kamatnih stopa, deviznih kurseva ili indeksa.

Devizni kurs (Exchange rate). Broj jedinica jedne valute koji se može kupiti za jednu jedinicu druge valute.

Direktna vrednost obveznice (vrednost čiste obveznice) (Straight bond value). Vrednost konvertibilne obveznice u slučaju kada bi svojstvo konvertibilnosti bilo bezvredno; drugim rečima, vrednost nekonvertibilne obveznice s istom kouponskom stopom, dospećem i rizikom od neispunjenja obaveze koje ima i konvertibilna obveznica.

Direktni dug (ili akcije) (Straight debt (or equity). Dug (ili akcije) koji se ne mogu promeniti za neku drugu aktivu.

Diskont obveznice (Bond discount). Iznos za koji je nominalna vrednost obveznice veća od njene tekuće cene.

Diskontna (eskontna) kamatna stopa (stopa kapitalizacije) (Discount rate (capitalization rate)). Kamatna stopa koja se koristi za pretvaranje buduće u sadašnje vrednosti.

Diskontna stopa prilagođena za rizik (Risk-adjusted discount rate (RADR). Zahtevani prinos (diskontna stopa) koji je uvećan u odnosu na ukupni trošak kapitala preduzeća za projekte koji imaju veći rizik od “prosečnog” i umanjen za projekte koji imaju rizik manji od “prosečnog”.

Diskontovani novčani tok (Discounted cash flow (DCF). Svaka metoda procene i izbora investicionog projekta koja novčane tokove perioda za vremensku vrednost novca.

Dividenda u akcijama (Stock dividend). Isplata dodatnih akcija akcionarima. Često se upotrebljava umesto ili uz dividendu u novcu.

Dividenda u novcu (Cash dividend). Raspodela dividendi akcionarima, obično na tromesečnoj osnovi.

Dobitak ili gubitak kod menjačkih poslova (Translation gain or loss). Računovodstveni dobitak ili gubitak koji nastaje zbog konverzije imovine i obaveza (aktive i pasive) inostrane zavisne kompanije u valutu matične kompanije.

Dodata ekonomska vrednost (EVA) (Economic value added (EVA)). Mera poslovnog učinka. To je tip ekonomskog profita koji je jednak neto operativnom profitu kompanije nakon plaćanja poreza umanjenom za troškove kapitala (uključujući neke moguće korekcije).

Dodatni uplaćeni kapital (Additional paid-in capital). Sredstva koja kompanija primi za prodaju običnih akcija, koja su iznad nominalne ili emisione vrednosti akcije.

Dokapitalizacija (Recapitalization). Promena strukture kapitala preduzeća. Na primer, preduzeće može da proda obveznice kako bi pribavilo novac potreban za otkup dela običnih akcija koje su u prometu.

Dospeće (Maturity). Trajanje hartije od vrednosti: period koji je potreban da prođe pa se naplati glavnica hartije od vrednosti.

Dot-com (Dot.com). Kompanija sa jakom Internet prezentacijom koja većinu ili sve poslove obavlja preko Interneta. Ime se odnosi na tačku posle koje sledi skraćenica komercijalnog domena (.com) na kraju e-mail ili web adrese; takođe ih zovu dotcom ili dot.com.

Doživotna renta (doživotni anuitet) (Perpetuity). Obični anuitet čije isplate ili primanja nikad ne prestaju.

Dugoročna neosigurana obveznica (Debenture). Dugoročan, neosiguran dugovni instrument.

Duguročni zajam (Term loan). Dug čija se otplata u početku planira za više od jedne godine, ali uglavnom manje od 10 godina.

Dve klase obične akcije (Dual-class common stock). Dve vrste obične akcije, obično označene kao vrsta A i vrsta B. Vrsta A je često ona vrsta koja ima slabija glasačka prava ili bez prava glasa, a vrsta B je obično ona sa jačim pravom.

Dvostepena ponuda (Two-tier tender offer). Ponuda u kojoj ponuđač prvo nudi najbolju prvostepenu cenu za određeni maksimalan broj akcija (npr. najviša cena il cela isplata u gotovini), a paralelno sa tim nudi da otkupi ostatak akcija po drugostepenoj ceni (npr. niža cena ili hartije od vrednosti umesto gotovine).

Dvostruko oporezivanje (Double taxation). Oporezivanje istog prihoda dva puta. Klasičan primer je oporezivanje prihoda od dividendi koje dobija vlasnik akcija.

Efektivna godišnja kamata (Effective annual interest rate). Stvarna zarađena kamata posle prilagođavanja nominalne stope za faktore kao što je broj razdoblja ukamaćivanja u godini.

Efikasno finansijsko tržište (Effecient financial market). Finansijsko tržište na kojem postojeće cene u postpunosti reflektuju dostupne relevantne informacije.

Ekonomija obima (Economies of scale). Korist od veličine koja podrazumeva da prosečan trošak po jedinici opada kako obim raste.

Ekvivalent sigurnosti (Certainty equivalent) CE)). Gotovinski iznos koji bi neko zahtevao da sa sigurnošću dobije u određenom trenutku, a koji bi ga učinio indiferentnim između tog sigurnog iznos i očekivanog 8većeg) iznosa koji bi trebalo da dobije uz rizik u istom vremenskom trenutku.

Elektronska razmena podataka (Electronic data interchange (EDI)). Elektronsko kretanje poslovnih podataka u struktuiranom obliku koji kompjuter može da pročita.

Elektronski "zaključani pregradak" (Electronic lockbox). Usluga koju banka pruža preduzeću primajući sva elektronska plaćanja i prateće podatke i prosleđujući te informacije preduzeću u dogovorenom formatu.

Elektronski prenos (Wire transfer). Opšti naziv za elektronski prenos sredstava dvosmernim komunikacionim sistemom, kao što je Fedwire.

Elektronski transfer pomoću automatizovanih klirinških kuća (ACH) (Automated clearinghouse (ACH) electronic transfer). Ovo je u suštini elektronski sistem za automatsku kontrolu i saldiranje transakcija.

Elektronski transfer sredstava (Electronic funds transfer (EFT)). Elektronsko kretanje informacija između dve depozitne institucije koje za rezultat ima vrednosni (novčani) transfer.

Elektronsko poslovanje (Electronic commerce) (EC)). Razmena poslovnih informacija u elektronskom (nepapirnom) formatu, uključujući Internet.

Eurodolari (Eurodollars (Euros)). Depozit denominovani u američkim dolarima – uglavnom u banci smeštenoj van SAD-a koja nije podložna bankarskim propisima SAD-a.

Euroobveznca (Eurobond). Emisija obveznica prodata van zemlje u čijoj je valuti obveznica denominovana.

Euro-srednjoročne obveznice (Euro medium-term note (Euro MTN)). Srednjoročna obveznica koja je prodata van zemlje u čijoj je valuti obveznica denominovana.

Euro (Euro (EUR)). Ime koje je dato jedinstvenoj Evropskoj valuti. Zvanična skraćenica je EUR. Kao dolar ($), britanska funta (£) i evro (€) ima svoj znak koji liči na "C" sa znakom "=" preko sredine.

Faktoring (Factoring). Prodaja potraživanja nekoj finansijskoj instituciji (faktoru), obično bez prava regresa.

Faktura (Račun). (Invoice). Račun koji prodavac dobara ili usluga pravi i prodaje kupcu. Na njemu su navedeni kupljeni predmeti, cena i uslovi prodaje.

Finansijska analiza/analiza finansijskih izveštaja (Financial (statment) analysis). Umetnost transformisanja podataka iz finansijskog izveštaja u informacije korisne za donošenje odluka.

Finansijska elektronska razmena podataka (Financial EDI (FEDI) Elektronsko kretanje finansijskih informacija između kompanije i njene banke ili između banaka.

Finansijska tržišta (Financial market). Sve institucije i postupci koji povezuju kupce i prodavce finansijskih instrumenata.

Finansijski leveridž (Financial leverage). Situacija kada se preduzeće finansira zaduživanjem. Britanski izraz je gearing (zaduženost).

Finansijski menadžment (Financial management). Tiče se kupovine, finansiranja i upravljanja imovinom, imajući na umu isti osnovni cilja poslovanja.

Finansijski posrednici (Financial intermediaries). Finansijske institucije koje primaju novac od štediša i ta sredstva koriste za odobrenje zajmova i druge finansijske investicije u vlastito ime. Uključujući komercijalne banke, štedne institucije, osiguravajuća društva, penzione fondove, finansijske institucije i investicione fondove.

Finansijski racio (Financial ratio). Indeks (odnos, koeficijent) koji povezuje dva računovodstvena broja, a dobija se deljenjem jednog broja drugim.

Finansijski rizik (Financial risk). Dodatna kolebljivost zarade po akciji (EPS) – i rizik moguće nesolventnosti – uzrokovana upotrebom finansijskog leveridža.

Forfeting (Forfaiting). Praksa po kojoj se srednjoročna i dugoročna potraživanja izvoznika prema inostranstvu prodaju finansijskoj instituciji (forfetoru) "bez prava regresa" na prodavca. Treća strana, obično banka ili neko vladino telo, garantuje finansiranje.

Gotovinski budžet (Cash budget). Predviđanje budućih tokova novca za preduzeće koji proizilaze iz naplata i izdataka, obično na mesečnoj osnovi.

Gotovinski ciklus (Cash cycle). Vremenski period koji prođe od stvarnog novčanog izdatka za nabavke do naplate potraživanja koja proizilaze od prodaje dobara i usluga: takođe,, ciklus konverzije gotovine.

Gotovinski ekvivalenti (Cash equiovalents). Visoko likvidne kratkoročne hartije od vrednosti koje se mogu unovčiti u roku od tri meseca ili manje od njihove kupovine.

Granična stopa prinosa (Hurdle rate). Minimalna zahtevana stopa prinosa na investiciju u analizi diskontnog toka novca; stopa uz koju je projekat prihvatljiv,

Hartije od vrednosti obezbeđene aktivom ((Asset-backed securites (ABS)). Dužničke hartije od vrednosti čije isplate kamate i glavnice proizilaze od tokova novca koji dolaze i određenog skupa instrumenata.

Hedžing metoda (uklapanje dospeća) (Hedging (maturity matching) approach. Metoda finansiranja kod koje za svaku pojedinačnu aktivu postoji odgovarajuća suprotna pozicija u finansijskom instrumentu sa približno istim datumom dospeća.

Hedžing zaštita od rizika (Hedge). Nešto što smanjuje rizik budućih kretanja cene.

Hipotekarna obveznica (Mortage bond). Emisija obveznica osigurana hipotekom na imovinu izdavaoca.

Hipotekarni bankar (Mortage banker). Finansijska institucija koja kupuje hipoteke prvenstveno u cilju dalje prodaje.

Holandska aukcija (Dutch auction). Postupak kojim se kupuju (prodaju) hartije od vrednosti nazvan po sistemu koji se koristio u Holandiji za aukciju cveća. Kupac (prodavac) traga za ponudom u određenom rasponu cena, obično za veliki paket (blok) akcija ili obveznica. Nakon procene ponuđenih cena, kupac (prodavac) prihvata najnižu cenu koja će mu omogućiti da kupi (proda) ceo paket.

Indeks profitabilnosti (Profitability index (PI)). Odnos sadašnje vrednosti budućih neto novčanih tokova od projekta i početnog novčanog izdatka na projekat.

Indeksna analiza (Index analysis). Procentualna analiza finansijskih izveštaja, u kojoj sve veličine i bilansa stanja ili bilansa uspeha iznose 100,0 (%) u baznoj godini, a sve stavke iz narednih finansijskih izveštaja izražene su kao procenti njihovih vrednosti u baznoj godini

Inflacija (Inflation). Porast prosečnog nivoa cene dobara i usluga.

Inicijalna javna ponuda (Initial public offering (IPO)). Prva ponuda emisije akcija jedne kompanije širokoj investicionoj javnosti.

Instrumenti tržišta novca (Grubo definisani). (Money market instruments). Sve kratkoročne vladine hartije od vrednosti i kratkoročne obveznice korporacija.

Interna stopa prinosa (Internal rate of return (IRR)). Diskontna stopa koja izjednačava sadašnju vrednost budućih neto novčanih tokova od investicionog projekta sa početnim novčanim izdatkom na projekat.

Interpolacija (Interpolate). Procena nepoznatog broja koji se nalazi negde između dva poznata broja.

Investicioni bankar (Investment banker). Finansijska institucija koja upisuje (kupuje po fiksnoj ceni na fiksni datum) nove hartije od vrednosti radi dalje prodaje.

Investicioni fondovi tržišta novca (Money market mutual funds (MMFs)). Fondovi koji udružuju sredstva investitora kako bi investirali u instrumente tržišta novca velike denominacije.

IPO roll-up (IPO roll-up). Inicijalna javna ponuda (IPO) nezavisnih kompanija u okviru iste industrijske grane koje se integrišu u jedinstvenu kompaniju uporedo sa ponudom akcija. Novac dobijen od inicijalne javne ponude se koristi za finansiranje kupovine ovih kompanija.

Izdvajanje (Spin-off). Način prodaje dela imovine kod koje zavisna kompanija ili neko odeljenje postaju samostalna kompanija. Obično se akcije nove kompanije proporcionalno dele akcionarima matične kompanije.

Izveštaj o novčanim tokovima (Statment of cash flows). Izvod koji prikazuje gotovinske uplate i isplate preduzeća tokom određenog perioda.

Izveštaj o toku sredstava (Flow of funds statments). Rezime o promenama u finansijskom položaju preduzeća od jednog do drugog perioda; zove se i izveštaj o izvorima i upotrebi sredstava ili izveštaj o promenama finansijskog položaja.

Izveštaj o zadržanoj zaradi (Statment of retained earnings). Finansijski izveštaj koji predstavlja promene u zadržanoj zaradi u određenom periodu – to je rezultat svih zarada (ili gubitaka) i isplaćenih dividendi. Ovaj izveštaj je često kombinovan sa bilansom uspeha.

Javna emisija (Public issue). Prodaja obveznica ili akcija putem javno objavljenog prospekta nepoznatom broju kupaca.

Javna ponuda (Tender offer). Ponuda da se kupe akcije aktuelnih akcionara po određenoj ceni, često s ciljem preuzimanja kontrole nad kompanijom. Ponudu često daje druga kompanija, i obično se nudi viša cena od trenutne tržišne cene.

Jedinična margina doprinosa (Unit contribution margin): Prihod koji ostvari svaka prodajna jedinica i koji pokriva operativne troškove i obezbeđuje operativni prihod.

Jedinstveni komercijalni pravilnik (Unifrom Commercial Code). Poznat zakon koji se odnosi na mnoge aspekte trgovačkih transakcija i donesen je u Pensylvaniji 1934. godine. Sa manjim izmenama prihvatila ga je većina država u sastavu SAD.

Kamata (Interest). Novac plaćen (zarađen) zbog upotrebe novca.

Kapacitet zaduživanja (Debt capacity). Maksimalni iznos duga (i drugih oblika finansiranja uz fiksne troškove) koji preduzeće može adekvatno da podmiri.

Kapitalizovani izdaci (Capitalized expecdituries). Izdaci koji mogu da donesu korist u budućnosti i koji se zato tretiraju kao kapitalni izdaci, a ne kao troškovi razdoblja u kome su nastali.

Kapitalni dobitak (gubitak) (Capital gain (loss)). Iznos za koji je prihod od prodaje finansijske aktive veći (manji) od početnih troškova kupovine iz aktive.

Kapitalno budžetiranje (ocena ekonomske efektivnosti investicije) (Capital budgeting). Postupak identifikovanja, analiziranja i izbora investicionih projekata za čije se prinose (tokove novca) očekuje da će trajati duže od jedne godine.

Karakteristična linija (Characteristic line). Linija koji opisuje vezu između prinosa na pojedinu hartiju od vrednosti i prinosa na tržišnom portfelju. Nagib te linije je beta.

Knjigovodstvena vrednost (Book value). (1) Kod imovine: računovodstvena vrednost imovine – trošak imovine minus akumulirana amortizacija; (2) kod preduzeća: ukupna imovina minus obaveze i povlašćene akcije koje se nalaze u bilansu.

Koeficijent koordinacije (Correlation coeficient). Standardizovana statistička mera linearne veze između dve varijable. Njegov raspon ide od -1,0 8Savršeno negativna korelacija) preko 0 (nema korelacije) do +1,0 (savršene pozitivne korelacije).

Koeficijent varijacije (Coefficient of variation (CV)). Odnos između standardne devijacije raspodele i srednje vrednosti raspodele. To je mera relativnog rizika.

Kol-opcija (opcija sa pravom na kupovinu) (Call option). Ugovor koji svom vlasniku daje pravo na kupovinu određene količine predmetne imovine po prethodno određenoj ceni (izvršnoj ceni) na dan ili pre fiksnog dana dospeća.

Komercijalni zapis (Commercial paper). Kratkoročne, neosigurane pozajmice koje uglavnom izdaju velike korporacije (neosigurani korporativni IOU/zapisi o dugovanju).

Komisija za hartije od vrednosti (Securties and Exchange Commission (SEC)). Agencija američke vlade koja je odgovorna za administraciju federalnih zakona vezanih za regulatorni organ – hartije od vrednosti, uključujući i Zakon iz 1933. i 1934.

Kompanija-kompaniji (Business-to business (B2B)). Komunikacija i transakcije koje se objavljuju između dve firme, nasuprot odnosu između firme i krajnjeg kupca. Skraćenica B2B se odnosi na takve transakcije izvršene putem Interneta.

Kompenzacioni bilans (Compensating balance). Depoziti po viđenju koje firma drži kako bi nadoknadila banci za usluge, kreditne linije, ili zajmove.

Kompjuterizovani međubankarski klirinčki sistem (Clearing House Interbanka System (CIPS)). Automatski klirinčki sistem koji se prevashodno koristi za međunarodna plaćanja. CHAPS je naziv za britanski klirinški sistem.

Koncentracija gotovine (Cash concentracion). Pomeranje gotovine iz "lockbox-a" ili terenskih banaka u centralni gotovinski pul firme koji se nalazi u banci kod koje je otvoren centralni račun.

Konsolidacija (Consolidation). Kombinovanje dve ili više firmi u potpuno novu firmu. Stare firme prestaju da postoje. Iako su tehnički različiti, termini spajanje (eng. merger; gde jedna firma preživljava) i konsolidacija, pojmovi su koji se često upotrebljavaju kao sinonimi.

Konvertibilna hartija od vrednosti (Convertibile security). Obveznica ili povlašćena akcija koja se, po volji vlasnika, može pretvoriti u određeni broj običnih akcija.

Konverziona cena (Conversion price). Cena akcije po kojoj će obična akcija biti zamenjena za konvertibilnu hartiju od vrednosti. Jednaka je nominalnoj vrednosti konvertibilne hartije od vrednosti podeljenoj koeficijentom konverzije.

Konverziona vrednost (Conversion value). Vrednost konvertibilne hartije od vrednosti određena na osnovu broja običnih akcija za koje se ta hartija od vrednosti može zameniti. Jednaka je proizvodu koeficijenta konverzije i tekuće tržišne cene jedne obične akcije.

Korporativno upravljanje (Corporate governance). Sistem kojim se korporacija upravlja i kontroliše. Obuhvata odnos između akcionara kompanije, upravnog odbora i višeg menadžmenta.

Kovarijansa (Covariance). Statistička mera koja pokazuje do kog stepena se dve varijable (npr. prinosi na hartije od vrednosti) istovremeno menjaju. Pozitivna vrednost kovarijanse znači da se u proseku one kreću u istom smeru.

Kreditna linija (s bankom) (Line of credit (with a bank)). Neformalni dogovor između neke banke i njenog komintenta koji određuje maksimalnu svotu zajma koji će banka dopustiti firmi da duguje u bilo koje vreme.

Kreditna linija (Line of credit). Krajnji iznos kredita za jedan račun. Kupac može da kupuje na kredit do tog limita.

Kreditni period (Credit period). Ukupan vremenski period na koji je kredit odobren i tokom kojeg kupac mora da plati račun.

Kriva indiferencije (Indirerence curve). Kriva koja predstavlja sve kombinacije očekivanog prinosa i rizika koje investitoru osiguravaju nivo zadovoljstva.

Kriva prinosa (Yield curve). Grafikon veze između prinosa i roka dospeća za određenu hartiju od vrednosti.

Kuponska kamata (Coupon rate). Kamata navedena na obveznici, iznos godišnje kamate podeljen nominalnom vrednošću obveznice.

Kupovina (metoda) (Purchase (metod)). Metoda računovodstvenog postupka za spajanje (merdžer) koja se temelji na plaćenoj tržišnoj ceni za kupljenu kompaniju.

Leveridž (poluga) (Leverage). Upotreba fiksnih troškova radi povećanja (ili podizanja) profitabilnosti.

Leveridžni otkup (preuzimanje kompanije pozajmljenim sredstvima) (leveragde buyout (LBO)). Kupovina svih akcija ili imovine neke kompanije, zavisne od

kompanije ili odeljenja koje obavlja grupa invesititora koristeći uglavnom pozajmljena sredstva.

Likvidacija (Liquidation). Prodaja imovine firme, bilo dobrovoljno ili u stečaju.

Likvidaciona vrednost (Liquidation value). Iznos novca koji bi se mogao instrument ili grupa instrumenata (npr. preduzeće) prodali izvan poslovne organizacije.

Likvidni terminski ugovor (Fjučers) (Futures contract). Ugovor o isporuci robe, inostrane valute il finansijskog instrumenta po određenoj ceni na ugovoreni datum u budućnosti. Fjučersima se trguje na berzama.

Likvidnost (Liqudity). Sposobnost pretvaranja imovine u novac bez značajnog smanjenja cene.

Linearna amortizacija 8Straight line depreciation). Metoda amortizacije kojom se rashodi raspoređuju tokom amortizacionog života imovine.

Listing (Listing). Prijem hartije od vrednosti za trgovanje na nekoj organizacionoj berzi. Tako prihvaćena hartija od vrednosti naziva se hartija od vrednosti.

Lizing uzajmljenim sredstvima (Leverraged Leasing). Ugovor o zakupu prema kojem zakupodavac obezbeđuje deo troškova glavnice (obično 20 do 40%) zakupljene imovine, a zajmodavac kao treća stranka obezbeđuje ostatak finansiranja.

Lockbox (Lockbox). Poštansko sanduče koje odražava banka određene firme i koje se koristi za primanje novčanih pošiljki kupaca te firme. Lockbox sistem za maloprodaju omogućava prijem i obradu velikog broja malih i srednjih novčanih pošiljki, dok lockbox sistem za veleprodaju omogućava prije i obradu malog broja velikih novčanih pošiljki.

Londonska međubankarska ponuđena stopa (London interbank offerd rate (LIBOR). Kamata koju svetske banke međusobno plaćaju eurodolare u Londonu.

Maksimiziranje profita (Profit maximization). Maksimiziranje zarade preduzeća posle poreza (EAT).

Međunarodni finansijski komunikacioni sistem za razmenu novčanih sredstava (Society for Worldwide interbank Financial Telecommunication (SWIFT)). Najveća međunarodna finansijska komunikaciona mreža koja prenosi instrukcije o međunarodnim plaćanjima kao i druge finansijske poruke.

Menadžerska (realna) opcija (Managerial (real) option). Fleksibilnost menadžmenta da donosi buduće odluke koje utiču na očekivane novčane tokove, životni vek ili buduće prihvatanje određenog projekta.

Menadžerska akvizicija kompanije (Managament buyout (MBO)). Preuzimanje kompanije pozajmljenim sredstvima od strane menadžmenta koji kupuje značajan deo akcija.

Menica (Promissory note). Zakonska obaveza o isplati sume novca zajmodavcu.

Merdžer (spajanje) (Merger) Spajanje dve ili više kompanija pri čemu smo jedna kompanija preživi kao pravni subjekat.

Metoda upravljanja zalihama po sistemu "tačno na vreme" (JIT) (Just-in-time (JIT)). Pristup upravljanja zalihama po kome se zalihe kupuju u proizvodnju upravo u trenutku kada su potrebne.

Model određivanja vrednosti kapitalne akcije (Capital-asset pricing model (CAPM)). Model koji opisuje odnos između rizika i zahtevanog prinosa, u tom modelu je očekivani prinos na hartiju od vrednosti bezrizična stopa plus premija određena na osnovu sistemskog rizika hartija od vrednosti.

Multinacionalna kompanija (Multinational company). Kompanija koja posluje i ima imovinu u dve ili više zemalja.

Neosigurani zajmovi (Unsecured loans). Oblik duga koji nije obezbeđen zalogom imovine.

Neplaćena potraživanja (Arrearage). Kasna ili zakasnela uplata koja se može kumulirati.

Nepovratni troškovi (Sunk costs). Nenadoknadivi prošli troškovi koji, kako ne mogu da se nadoknade, ne bi smeli da utiču na sadašnje akcije ili buduće odluke,

Nesistematski rizik (Unsysistematic risik). Promenljivost prinosa na akcije ili portfelje koja se ne može objasniti opštim tržišnim kretanjima. Može se izbeći kroz diverzifikaciju.

Neto kolebanje (Net float). Dolarska razlika između stanja na čekovnoj knjižici (ili pojedinca) i stanja u knjigama banke.

Neto obrtni kapital (Net working capital). Razlika između tekuće imovine i tekućih obaveza.

Neto poslovni profit nakon oporezivanja (Net operating profit after tax (NOPAT). Mogući neto prihod kompanije nakon oporezivanja ukoliko se kompanija samofinansirala ili je bila "nezadužena".

Neto sadašnja vrednost (Net present value (NPV)). Razlika između sadašnje vrednosti neto tokova novca iz investicionog projekta i početnog izdatka novca za projekat.

Neto zakup (Net lease). Zakup gde zakupoprimac održava i osigurava zakupljenu imovinu.

Neutrživa akcija (Letter stock). Privatno prodata akcija koja se ne može odmah preprodati.

Nezavisni projekat (Independent project). Projekt čije prihvatanje (ili odbacivanje) ne sprečava prihvatanje drugih projekata koji se razmatraju.

Nivo finansijskog leveridža (DFL) (Degree of financial leverage). Procentna promena zarade po akciji (EPS) preduzeća koja proizilazi iz promene poslovnog profita (EBIT) za 1%.

Nivo poslovnog leveridža (DOL) (Degree of operating leverage). Procentna promena poslovnog profita preduzeća (EBIT) koja proizilazi iz promene proizvodnje (prodaje) za 1%.

Nivo ukupnog leveridža (DTL) (Degree of total leverage). Procentna promena zarade po akciji (EPS) preduzeća koji proizilazi iz promene proizvodnje (prihoda od prodaje) za 1%. On je. Takođe jednak nivou poslovnog leveridža (DOL) preduzeća pomnoženim njegovim nivoom finansijskog leveridža (DFL) kod određenog nivoa proizvodnje (prihoda od prodaje).

Nominalna navedena kamata (Nominal (stated) intereset rate). Godišnja kamatna stopa neprilagođena za učestalost ukamaćivanja. Ako se kamate obračunavaju više od jednom godišnje, efektivna kamatna stopa će biti veća od nominalne.

Nominalna vrednost (Face value). Navedena vrednost imovine. U slučaju obveznica, nominalna vrednost obično je 1.000 $.

Nominalne vrednosti (Per value). Nominalna vrednost akcije ili obveznice.

Novčana nesolventnost (Cash insolvency). Nemogućnost podmirenja dospelih obaveza.

Obaveza dužnika (Convenant). Ograničenje koje zajmodavac nameće zajmoprimaocu: na primer, zajmoprimac mora da održava minimalnu svotu obrtnog kapitala.

Obezbeđenje (kolateral) (Security (collateral)). Imovina koju zalaže zajmoprimac kao osiguranje za vraćanje zajma. Ukoliko zajmoprimac ne otplati zajam, zajmodavac, može da proda obezbeđenje da bi naplatio svoja potraživanja.

Obična akcija (Common Stock). Hartije od vrednosti koje predstavljaju poziciju krajnjeg vlasnika (i rizik) u korporaciji.

Obveznica bez fiksnog dospeća (Konzola). (Consol). Obveznica koja nikada ne dospeva: doživotni anuitet u obliku obveznice.

Obveznica (Bond) Dugoročni dužnički instrument koji izdaje korporacija ili vlada.

Obveznice bez kupona (Zero-coupon bond). Beskamatna obveznica koja se prodaje uz veliki odbitak od svoje nominalne vrednosti; ona time investitoru osigurava kompenzaciju u obliku vrednosne apresijacije.

Obveznice za promenljivom stopom (Floating-rate note (FRN)). Emisija duga s promenljivom kamatnom stopom.

Očekivana vrednost (Expected value). Ponderisani prosek mogućih ishoda, gde su ponderi verovatnoća pojavljivanja.

Očekivani prinos (Expected return). Ponderisani prosek mogućih prinosa, gde su ponderi verovatnoća ostvarivanja svakog prinosa.

Odlaganje isplate dugovanja (Streching accounts payble). Odlaganje isplate duga dobavljačima nakon isteka kreditnog perioda.

Odloženi porezi (Deferred taxes). "Obaveza" koja predstavlja akumuliranu razliku između troška poreza na dobit koji se nalazi u knjigama preduzeća i stvarno plaćenog poreza na dobit. Prvenstveno nastaje zbog toga što je obračun amortizacije za finansijski izveštaj različit od obračuna a poreski izveštaj.

Odnos tržišne cene i neto zarade (Price / earings ratio). Tržišna cena obične akcije podeljena neto zaradama po akciji u poslednjih 12 meseci.

Odredba o opozivu (Call provision). Odredba u ugovoru sa poveriocem koja izdavaocu dopušta otkup hartija od vrednosti po fiksnoj ceni (ili nizu fiksnih cena) pre dospeća: zove se takođe svojstvo opoziva.

Određivanje ekonomične količine robe za naručivanje (EOQ). (Economic order quantity (EOQ)). Količina zaliha nekog artikla koju treba naručiti kako bi se minimizovao ukupni trošak zaliha tokom planskog perioda firme.

Operativni leveridž (Operating leverage). Situacija u kojoj preduzeće upotrebljava fiksne troškove poslovanja.

Operativni zakup (Operating lease). Kratkoročni zakup koje se često može otkazati.

Oportunenetni trošak (Opportunity cost). Ono što se gubi zbog nepreduzimanja sledeće najbolje investicijske alternative.

Optimalna struktura kapitala (Optimal capital structure). Struktura kapitala koja minimizira i tako maksimizuje vrednost preduzeća.

Opunomoćenik (Trustee). Osoba ili institucija odabrana od strane izdavača obveznica kao javni zastupnik vlasnika obveznica. Obično je banka opunomoćenik.

Ortak sa ograničenom odgovornošću (Limited partner). Član ortakluka sa ograničenom odgovornošću za dugove ortakluka.

Ortakluk (Partnerstvo, društvo sa ograničenom odgovornošću) (Partnership). Oblik preduzeća u kome dva ili više pojedinca posluju kao vlasnici. U opštem ortakluku svi partneri imaju neograničenu odgovornost za dugove preduzeća dok u ortakluku s ograničenom odgovornošću jedan ili više partnera može imati ograničenu odgovornost.

Osigurani zajmovi (Secured loans) Oblik duga za pozajmljeni novac za koji je položena hipoteka na određenu imovinu kao garancija plaćanja.

Osnovna stopa (Prime rate). Kratkoročna kamata koju banke naplaćuju velikim kreditno sposobnim komintetntima.

Otkup akcija (Stock repurchase). Otkup (ponovna kupovina) akcija od strane preduzeća koje ih je izdalo, bilo na otvorenom (sekundarnom) tržištu ili samostalnom javnom ponudom.

Otkupljena sopstvena akcija (Treasury stock). Obična koju je otkupila i koju čuva kompanija koja ju je emitovala.

Otrovna pilula (Poison pill). Sredstvo koje upotrebljava kompanija koja želi da sebe učini manje atraktivnom za preuzimanje. Njen "otrov" se upotrebljava kada kupac preuzme dovoljno veliki deo ciljane firme.

Paritet kupovne moći (Purchasing-power parity (PPP)). Teorija prema kojoj bi se potrošačka korpa morala prodavati po istoj ceni u dve zemlje nakon što se uračuna kursna razlika.

Participativna povlašćena akcija (Participating preferred stock). Povlašćena akcija gde je vlasniku dozvoljeno da profitira od povećanja dividendi ako obični akcionari primaju povećanu dividendu.

Period gotovinskog popusta (Cash discount period). Period u kome se može postići gotovinski popust za ranu uplatu.

Period porudžbine (Lead time). Vremenski rok između izdavanja porudžbine za neki artikal i primanja tog artikla na zalihe.

Plaćanja menicom (Payble through draft (PTD)). Finansijski instrument poput čeka koji glasi na platioca a ne na banku, kao u slučaju čeka. Nakon što se PTD podnese banci, pratilac može da odluči hoće li da primi ili odbije uplatu.

Plan amortizacije (otplate duga) (Amortization schedule). Tabela koja prikazuje plan otplate kamate i glavnice potrebnih da se zajam otplati do dospeća.

Plan reinvestiranja dividende (Dividend reinvestment plan DRIP)). Neobavezni plan koji akcionarima omogućuje da automatski reinvestiraju isplaćene dividende u dodane akcije kompanije.

Pokroviteljski konzorcijum (Underwriting syndicate). Privremena udruženja investicionih bankara osnovana s ciljem prodaje nove emisije hartija od vrednosti.

Pokroviteljstvo u emisiji hartija od vrednosti (Underwriting). Preuzimanje rizika nemogućnosti prodaje hartije od vrednosti po određenoj ceni, kupovinom hartija od vrednosti radi javne prodaje; poznato i kao pokroviteljstvo "čvrste obaveze".

Poreska zaštita (Tax shield). Izdatak na koji se ne plaća porez. Izdatak koji smanjenjem oporezivog prihoda sprečava da se oporezuje vrednosno isti iznos prihod.

Portfolio (portfelj) (Portfolio). Kombinacija dve ili više hartija od vrednosti ili sredstava.

Poslovni ciklus (Operating cycle). Vremensko razdoblje od trenutka plaćanja nabavljenih zaliha do naplate potraživanja na temelju prodatih dobara i usluga.

Poslovni rizik (Business risk). Neizbežna nesigurnost u fizičkom poslovanju preduzeća. Njihov uticaj se uočava kroz nestalnost poslovne dobiti preduzeća.

Potraživanje od kupaca (Accounts receivable). Novčani iznosi koji kupci duguju preduzeću od kog su kupili dobra ili usluge na kredit. Tekuća imovina, račun potraživanja od kupaca zove se i potraživanje.

Povlašćena akcija (prioritetna, prefercijalna) (Prefered stock). Vrsta akcije koja (obično) obećava fiksnu dividendu, ali uz odobrenje upavnog odbora. Ona ima prvenstvo nad običnom akcijom u isplati dividendi i u potraživanju na imovinu firme.

Povlašćene akcije tržišta novca (Monez market preffered stock (MMP)). Povlašćene akcije čija se stopa dividende određuje licitiranjem svakih 49 dana.

Pravedna tržišna vrednost (Fair market value). Cena po kojoj se imovina može prodati u "arm's length transakciji (transakcija u kojoj obe strane deluju nezavisno jedna od druge u svom najboljem interesu i nisu pod pritiskom druge strane).

Pravilo apsolutnog prioriteta (Absolute – priority rule). Pravilo kod bankrota ili reorganizacije prema kome se ukupna potraživanja prioritetnih poverilac moraju u celini isplatiti ili namiriti pre nego što se podmire potraživanja poverilaca nižeg prioriteta.

Pravilo većinskog glasanja (Majority-rule voting). Metoda izbora korporacionih direktora nadzornog odbora, gde svaka obična akcija nosi jedan glas za svako otvoreno mesto u odboru: zove se takođe i statutarno glasanje.

Pravo na plenidbu (Lien) Zakonsko potraživanje određene imovine. Pravo zaduživanja se može koristiti za osiguranje zajma,

Pravo preče kupovine (Preemptive right). Pravo akcionara da održavaju sveoj proporcionalno vlasništvo nad kompanijom kupovinom proporcionalnog dela bilo koje nove emisije običnih akcija, ili hartija od vrednosti koje se mogu zameniti za obične akcije.

Pravo (Right). Kratkoročna opcija za kupovinu određenog broja (ili procenta) hartija od vrednosti od korporacije koja ih je izdala; poznato i kao pravo upisa.

Preduzeća sa ograničenom odgovornošću (Limited liability company(LLC)). Oblik preduzeća koji obezbeđuje svojim vlasnicima (takozvanim članovima) ograničenu ličnu odgovornost i poreski tretman koji se primenjuje na partnerstvo.

Predviđeni finansijski izveštaji (Forecast financial statments). Očekivani budući finansijski izveštaji temeljeni na uslovima za koje menadžment očekuje da će postojati i akcijama koje će preduzeti.

Prelomna tačka (Break-even point). Obim prodaje potreban da ukupni prihodi budu jednaki ukupnim troškovima; može biti izražen u jedinicama ili u dolarskom prihdou od prodaje.

Premija iznad konverzione vrednosti (Premium over conversion value). Razlika između tržišne vrednosti konvertabilne hartije od vrednosti i njene konverzione vrednosti. Pozanta je i kao konverziona premija.

Premija na direktnu vrednost obveznice (Premium over straight bond value). Razlika između tržišne cene konvertibilne obveznice i njene direktne vrednosti (u slučaju kada bi svojstvo konvertibilnosti bilo bezvredno.

Premija na obveznicu (Bond premium). Iznos za koji je tekuća cena obveznice veća od njene nominalne vrednosti.

Premija opoziva (Call premium). Razlika cene opoziva neke hartije od vrednosti i njene nominalne vrednosti.

Prenosivi utrživi depozitni sertifikat (Negotiable certificate deposit (CD)). Investicija visoke denominacije u oročeni depozit kod komercijalne banke ili štedne institucije, koja plaća fiksnu ili promenljivu kamatu na neko određeno vremensko razdoblje.

Prenosivi depozitni ček (DTC) (Depositary transfer check). Neprenosiv ček platežan samo na jedan račun kompanije u centralnoj banci.

Preuzimanje (Takeover). Kupovina druge kompanije koja može (sa gledišta menadžmenta kupljene kompanije) poprimiti oblik "prijateljskog" ili "neprijateljskog" spajanja.

Prihodna obveznica (Income bond). Obveznica za koju isplata kamate zavisi od toga da li je zarada firme (izdavatelja) dovoljna.

Prilagođena beta (Adjusted beta). Proračun budućeg beta-koeficijenta hartije od vrednosti koji podrazumeva izmenu vrednosti istorijske (izmirene) bete, imajući u vidu pretpostavku da se beta hartije od vrednosti vremenom kreće ka prosečnoj beti za tržište ili odgovarajuću industrijsku granu.

Prilagođena sadašnja vrednost (Adjusted present value (APV)). Zbir diskontovane vrednosti operativnih novčanih tokova jednog projekta (u slučaju finansiranja preko običnih akcija) i vrednosti ukupnih poreskih olakšica vezanih za finansiranje projekta umanjen za ukupne troškove javnog nuđenja akcija.

Primarno tržište (Primary market). Tržište na kome se nove hartije od vrednosti prvi put kupuju i prodaju (tržište "novih emisija").

Prinos (Return). Ostvarena dobit na investicije i bilo koja promena u tržišnoj ceni koja se obično izražava kao procenat od početne tržišne cene investicije.

Prinos dividende (Dividend yiled). Anticipirana godišnja dividenda podeljena tržišnom cenom akcije.

Prinos do dospeća (Yield to maturity (YTM)). Očekivana stopa prinosa na obveznicu ako je kupljena po tekućoj tržišnoj ceni i ako se čuva do dospeća.

Prirodni hedžing (način osiguranja od rizika) (Natural Hedge). Hedžing (akcija smanjenja rizika) koji se dešava prirodno kao rezultat normalnog poslovanja preduzeća. Na primer, prihod koji je dobijen u stranoj valuti i iskorišćen z plaćanje obaveza u istoj stanoj valuti prestavlja prirodan hedžing.

Pristup neto poslovne dobiti (NOI) (strukturi kapitala) (Net operating inocme (NOI) approach (to capital structure)). Teorija strukture kapitala prema kojoj su ponderisani prosečni troškovi kapitala i ukupna vrednost preduzeća konstantni kada se menja finansijski leveridž.

Privatizacija (Going private). Pretvaranje javnog akcionarskog društva u privatno otkupom akcija od strane trenutnog menadžmenta i/ili spoljnih privatnih investitora.

Privatni (ili direktni) plasman hartija od vrednosti (Private (or direct) placment). Prodaja celokupne emisije neregistrovanih hartija od vrednosti (obično obveznica) direktno jednom kupcu ili manjoj grupi kupaca (obično finansijskih posrednika).

Privilegija dodatne preče kupovine (Oversubscription privilege). Pravo postojećih akcionara da na proporcionalnoj osnovi kupe neupisane akcije u privilegovanom upisu. (To znači da akcionari koji su već iskoristili pravo preče kupovine imaju pravo na kupovinu dodatnih akcija koje nisu upisali preostali akcionari).

Privremeni obrtni kapital (Temporary working capital). Količina tekuće imovine koja se menja zavisno od sezonskih potreba.

Procenat dobiti isplaćen na ime dividendi (Dividend-payout ratio). Godišnje novčane dividende podeljene godišnjom zaradom; ili alternativno, dividenda po akciji podeljena zaradom po akciji. Odnos pokazuje koji se procenat zarade kompanije isplaćuje akcionarima u novcu.

Prodaja (dela kompanije ili cele kompanije) (Sell-off). Prodaja dela kompanije, koja je poznata kao delimična rasprodaja, ili čitave firme, poznata kao dobrovoljna likvidacija.

Prodaja i povratni zakup (Sale and leas back). Prodaja neke imovine uz dogovor da će kupac odmah dati nazad tu imovinu u zakup na duži vremenski period.

Promenljivo pravo zaplene (Floating lien). Opšte ili blanko pravo pokrića zadržavanjem grupe sredstava, kao što su zalihe ili potraživanja, pri čemu se sredstva ne specifikuju posebno.

Prospekt (Prospectus). Prvi deo registracione izjave koja se prilaže komisiji za hartije od vrednosti (SEC). Daje informacije o kompaniji koja izdaje hartije od vrednosti i o njenoj ponudi. Deli se investitorima kao posebna knjižica.

Prosta kamata (Simple interest). Kamata plaćena (dobijena) samo na prvobitni pozajmljeni (dati) iznos ili glavnicu.

Provizija za angažovanje sredstava (Commitment fee). Naknada koju zajmodavac naplaćuje za neiskorišćeni deo kredita.

Put-opcija (opcija sa pravom na prodaju) (Put option). Ugovor koji svom vlasniku daje pravo da proda određenu količinu dogovorene imovine po prethodno utvrđenoj ceni (izvršnoj ceni) na dan ili pre fiksnog dana isteka ugovora.

Racia aktivnosti (Aktivity ratios). Odnosi koji mere koliko efikasno preduzeće upotrebljava svoju imovinu.

Racija likvidnosti (Liquidity ratios). Odnosi koji mere sposobnost preduzeća da podmiri kratkoročne obaveze.

Racija profitabilnosti (Profitability ratios). Odnosi koji povezuju profite s prihodima od prodaje i investicijama.

Racija zaduženosti (Debt ratios). Odnosi koji pokazuju do koje se mere preduzeće finansira zaduživanjem.

Racio kamatnog pokrića (Interest coverage ratio). Zarada pre kamata i poreza podeljena troškovima kamata. Pokazuje sposobnost preduzeća da pokrije troškove kamate na zajmovni kapital.

Racio konverzije (Conversion ratio). Broj običnih akcija u koje se konvertibilna hartija od vrednosti može pretvoriti. Jednak je nominalnoj vrednosti hartije od vrednosti podeljenoj konverzionom cenom.

Racio pokrića (Coverage ratio). Proporcija finansijskih zaduženja preduzeća i njegove sposobnosti da ih servisira ili pokrije.

Racionisanje kapitala (Capital rationig). Situacija u kojoj se na ukupnu veličinu kapitalnih izdataka stavlja ograničenje (ili granica budžeta) tokom određenog perioda.

Račun s nultnim saldom (Zero balance account (ZBA)). Tekući račun korporacija na kome se odražava nulti saldo. Takav račun zahteva glavni (matični) račun iz koga se vuku sredstva kako bi se pokrio negativni bilans ili prema kome se usmerava višak sredstava.

Razvodnjavanje (Dilution). Proporcionalno smanjenje potraživanje vlasnika obične akcije na zarade i aktivu kompanije zbog emitovanja dodatnih akcija.

Redovna dividenda (Regular dividend). Dividenda za koju se normalno očekuje da će je preduzeće isplatiti.

Reeksportni centar (Reinvoicing center). Finansijska institucija u vlasništvu kompanija koja kupuje izvozna dobra od kompanijinih podružnica pa ih preprodaje (ponovo fakturiše) drugim zavisnim kompanijama ili nezavisnim kupcima.

Refundiranje (Refunding). Zamena stare emisije duga novom, obično da bi se smanjili troškovi kamata.

Registracija "na polici" (Shelf registrattion). Postupak kojim kompanija može da registruje hartije od vrednosti koje planira da proda tokom sledeće dve godine; zove se iSEC Pravilo 415. Te hartije od vrednosti mogu se zatim prodati u delovima kad god to kompanija želi.

Registraciona izjava (Registration statment). Dokument pohranjen kod SEC-a kako bi se registrovala nova emisija hartija od vrednosti. Registraciona izjava uključuje prospekt i ostale informacije koje SEC zahteva.

Reorganizacija (Reorganization). Promena strukture kapitala finansijski poljuljane kompanije, u skladu sa 11. poglavljem zakona o stečaju (Chapter 11 of the Bankruptcy Act), kako bi se smanjili fiksni troškovi. Vlasnici potraživanja mogu dobiti zamenske hartije od vrednosti.

Restruktuiranje korporacije (Corporate resttructing). Bilo koja promena u strukturi kapitala kompanije, operacija ili vlasništva koja izlazi iz okvira ustaljenog poslovanja.

Revizija posle završetka (Post-completion audit). Formalno poređenje stvarnih troškova i koristi od projekta sa izvornim procenama. Ključni element revizije je povratna informacija: odnosno, rezultati revizije daju se osobama na ključnim pozicijama tako da se buduće donošenje odluka može poboljšati.

Rezidualna vrednost (Residual value). Vrednost zakupljene imovine na kraju zakupnog perioda.

Rizik kamatne stope (ili kamatni rizik) (Interest-rate (or yield) risk. Promene tržišne cene hartija od vrednosti uzrokovane promenama kamatnih stopa.

Rizik od nepredviđenog događaja (Event risk). Rizik koji će se osetiti na postojećem dugu usled padanja kreditne sposobnosti koja nastaje zbog izdavanja dodatnih dužničkih instrumenata, obično kada je u pitanju restruktiranje kompanije.

Rizik (Risk) Odstupanje stvarnog od očekivanog prinosa.

Rok povraćaja (Payback perido (PBP)). Period koji je potreban da se kumulativni očekivani novčani tokovi od investicionog projekta izjednače s početnim odlivom novca.

Roll-up Kombinacija više manjih kompanija u jednu veću u okviru industrijske grane.

Sadašnja vrednost (Present value). Sadašnja vrednost budućeg novčanog iznosa il niza isplata, procenjena po datoj kamatnoj stopi.

Saldiranje (Netting). Sistem prema kome se kupovne pozicije zavisnih kompanija iste matične kompanije saldiranju tako da svaki učesnik plaća ili dobija samo neto iznos za svoje međukompanijske kupovine i prodaje.

Samostalna javna prodaja (Self-tender-offer). Ponuda preduzeća da otkupi određeni deo svojih akcija po određenoj ceni.

Sekundarno tržište (Secondary market). Tržište postojećih (korišćenih) hartija od vrednosti, a ne novih emisija.

Sekutarizacija instrumenata (Asset secutarization). Proces kojim se stvara skup srodnih instrumenata i zatim prodaju potraživanja na ovaj skup u vidu hartija od vrednosti obezbeđenih aktivom.

Serijske obveznice Serial bonds). Emisija obveznica sa različitim dospećem za razliku od emisija kod koje sve obveznice imaju dospeća (vremenske obveznice).

Sertifikat za nabavku opreme (Equipment trust certifikate). Srednjoročno-dugoročna hartija od vrednosti, koja obično izdaje prevoznička kompanija poput železnice ili avio-prevoznika, koja se koristi za finansiranje nove opreme.

Severno-američki sistem kodova za klasifikaciju poslovne delatnosti (North American Industry Classification System (NAICS). Standardizovana klasifikacija poslova po tipu ekonomske aktivnosti koju su zajedno razvile Kanada, Meksiko i Sjedinjene Države. Koristi se za petocifreni ili šestocifreni kod u zavisnosti od toga kako je posao definisan.

Sezonsko datiranje (Seasonal dating). Uslovi kreditiranja koji podstiču kupca sezonskih proizvoda da primi isporuku pre početka glavne prodajne sezone i da odloži plaćanje za završetak prodajne sezone.

Siguronosne zalihe (Safety stock). Zalihe koje se drže u pripravnosti kao zaštita od neizvesnosti u vezi sa potražnjom (ili upotrebom) i vremenom potrebnim za isporuku narudžbine.

Sigurnost glavnice (Safety (of principal)). Odnosi se na verovatnoću povraćaja istog novčanog iznosa koji je u početku bio investiran.

Sienergija (Synergy). Korist ostvarena u integrisanoj kompaniji gde učinak kombinovanog preduzeća prevazilazi raniji učinak njegovih razdvojnih delova.

Sistem izračunavanja kreditnog rizika metodom bodovanja (Credit-scoring system). Sistem koji se koristi kako bi se odlučilo da li da se odobri kredit, tako što se boduju različite karakteristike koje utiču na kreditnu sposobnost.

Sistem odlaganja isplate (Remote disbursement). Sistem po kome preduzeće šalje čekove u banku koja je geografski udaljena od njegovih poverilaca, s ciljem da se maksimizira vreme između datuma čeka i datuma terećenja trasanta.

Sistemski rizik (Systematic risk). Promenljivost prinosa na akcije ili na portfelje koja je povezana s promenama prinosa na tržištu kao celini.

Skladišnica izdvojenog skladišta (Field warehouse receipt). Potvrda za robu izdvojenu i uskladištenu na zajmoprimčevom prostoru (ali pod kontrolom nezavisne skladišne kompanije) koju zajmodavac drži kao zalog za zajam.

Skraćeni prospekt (Tombstone advertisement). Oglas u novinama i časopisima koji daje samo najosnovnije detalje o ponudi hartija od vrednosti. Termin "tombstone" (engl. nadgrobni spomenik) odražava upadljiv izgled oglasa koji je uokviren u crno.

Složena kamata (Compound interest). Kamata plaćena (obračunata) na prethodno obračunatu kamatu, kao i na pozajmljenu glavnicu.

Spontano finansiranje (Spontaneous financing). Trgovinski kredit, ostala dugovanja i obračunati rashodi koji se spontano pojavljuju tokom svakodnevnih aktivnosti firme.

Sporazum najboljih namera (Best efforts offering). Emisija hartija od vrednosti kod koje se investicioni bankari obavezuju da će učiniti sve da pomognu firmi eminentu da proda hartije od vrednosti. Investicijski bankari se ne obavezuju da kupe neprodate hartije od vrednosti.

Sporazum o revolving kreditu (Revolving credit agreement). Formalna, zakonska obaveza da se omogući korišćenje kredita do određene maksimalne svote za neki određeni period.

Srednjoročna državna obveznica (Treasury notes). Srednjoročne (s rokom dospeća od 2 – 10 godina) obaveze trezora SAD-a,

Srednjoročna obveznica (Medium-term note (MTN)). Korporacijski ili vladin finansijski instrument koji je ponuđen investitorima na stalnoj osnovi. Vreme dospeća je između devet meseci i 30 godina.

Stablo verovatnoće (Probability tree). Grafički ili tabelarni pristup za organizovanje mogućih tokova novca koji proizilaze iz investicija. Prikaz liči na grane drveta. Svaka puna grana je jedan mogući sled toka novca.

Standard & Poor's stock Index (S&P 500 Index) Indeks 500 velikih američkih akcija odabranih i širokog spektra industrijskih delatnosti. Indeks je ponderisan tržišnom kapitalizacijom i koristi se kao mera za ukupne tržišne performanse.

Standardna devijacija (Standard deviation). Statistička mera odstupanja elemenata u skupu od njihove srednje vrednosti. Standardna devijacija je kvadratni koren varijanse.

Stand by aranžman (Stand by arrangment). Mere koje se preduzimaju zbog osiguravanja potpunog uspeha emisije novih akcija postojećim akcionarima, gde investicioni bankar ili grupa investicionih bankara pristaju da otkupe sve akcije koje su ostale neupisane (neprodate) u privilegovanom upisu.

Stečaj sa unapred isplaniranom reorganizacijom (Prepackaged bankruptcy (prepack)). Reorganizacija koju je unapred prihvatila većina poverilaca pre početka stečajnog postupka.

Stejkholderi (Stakeholders). Svaka strana koja ima neki interes u kompaniji. Oni uključuju akcionare, poverioce, kupce, zaposlene, dobavljače i lokalnu zajednicu.

Stopa kapitalizacije (Capitalization rate). Diskontna stopa koja se upotrebljava za utvrđivanje sadašnje vrednosti očekivanih budućih tokova novca.

Strategijska alijansa (Strategic alliance). Dogovor jedne ili više firmi da se udruže kako bi ostvarile neke konkretne komercijalne ciljeve.

Struktura kapitala (Capital structure). Kombinacija (ili udeo) stalnog dugoročnog finansiranja preduzeća, predstavljena dugom, prioritetnim akcijama i običnim akcijama.

Stvarna vrednost (Intrinsic value). Cena koju bi hartija od vrednosti “trebalo da ima” s obzirom na sve relevantne faktore kod procene vrednosti.

Subordinirane obveznice (Subordinated debenture). Dugoročan, neosiguran dugovni instrument s manjim pravom potraživanja na imovinu i zaradu firme nego što imaju druge vrste dugovnih instrumenata.

Svojstvo kumulativnih dividendi (Cumulative dividends feature). Zahtev da se sve kumulativne neisplaćene dividende na povlašćene akcije isplate pre nego što može da se isplati dividenda na obične akcije.

Tačka indifirencije (EBIT-EPS tačka indifirencije) (Indifirenece point). Nivo EBIT-koji daje isti nivo EPS-a za dve (ili više) altenrativne strukture kapitala.

Tačka porudžbine (Order point) Nivo do koga zalihe moraju pasti kako bi se signaliziralo da treba naručiti određeni artikal.

Tekući racio (Current ratio). Tekuća imovina podeljena sa tekućim obavezama. Pokazuje sposobnost preduzeća da pokrije svoje tekuće obaveze svojom tekućom imovinom.

Teorija arbitražnog određivanja vrednosti (APT) (Arbitrage pricing theory). Teorija po kojoj cena imovine zavisi od više faktora i u kojoj preovladava efikasnost arbitraže.

Teret servisiranja duga (Debt-service burden). Novac koji potreban tokom određenog perioda, obično jedne godine, za podmirenje troškove kamata i otplate glavnice. Jednostavno se zove servisiranje duga.

Teretnica (tovarni list) (Bill of landing). Otpremni dokument u kome su naznačeni detalji o opremi i isporuci dobara i o njihovom vlasniku.

Terminska skladišnica (Terminal warhouse receipt). Potvrda o deponovanju robe u javno skladište koju zajmodavac drži kao zalog za zajam.

Terminski devizni kurs (Forward exchange rate). Današnji kurs zamene jedne valute za drugu određenog datuma u budućnosti.

Terminski ugovor (Forward ugovor) (Forward contract). Ugovor o isporuci robe, inostrane valute ili finansijskog instrumenta po ceni koja se određuje sada, a isporuka i zaključivanje posla obavlja određenog datuma u budućnosti. Iako je sličan fjučers ugovoru, on se ne može tako lako prenositi ili otkazati.

Tik simbol (simbol identifikacije) (Ticker symbol). Jedinstven slovni kod koji identifikuje akcije i investicione fondove. Često se koriste u novinama i servisima koji pružaju podatke o cenama. Ovaj metod identifikacije su prvi put upotrebili telegrafisti u devetnaestom veku.

Tradicionalni pristup (strukturi kapitala) (Traditional approach) (to capital struckture). Teorija o strukturi kapitala prema kojoj postoji optimalna struktura kapitala i prema kojoj menadžment racionalnom upotrebom finansijskog leveridža može da poveća ukupnu vrednost preduzeća.

Trajni obrtni kapital (Permanent working capital) Količina tekuće imovine potrebna da bi firma zadovoljila svoje minimalne potrebe.

Trenutni devizni kurs (Spot exchange rate). Današnji kurs razmene jedne valute za drugu valutu uz trenutnu isporuku.

Trezorske obveznice (Treasury bonds) Dugoročne (sa rokom dospeća od preko 10 godina) obaveze trezora SAD-a.

Trezorski zapisi (zapis trezora) (Treasury bills (T-bills)). Kratkoročne, beskamatne obaveze trezora SAD-a koje se izdaju uz diskont u odnosu na nominalnu vrednost, i naplaćuju pri dospeću po nominalnoj vrednosti.

Trgovačke obaveze (Trade liabilities). Novac koji se duguje dobavljačima.

Trgovački kredit (Trade credit). Kredit koji jedno preduzeće daje drugom.

Troškovi akcijskog kapitala (Cost of equity capital). Zahtevna stopa prinosa koju očekuju investitori u obične akcije kompanije.

Troškovi duga (dužničkog kapitala) (Cost of debt capital). Zahtevna stopa prinosa na investiciju koju zahtevaju kreditori kompanije.

Troškovi emisije (Floation cost). Troškovi povezani sa izdavanjem hartija od vrednosti kao što su naknade pokrovitelja emisije, pravne usluge, troškovi listinga i štampanja.

Troškovi kapitala (Cost of capital). Zahtevana stopa prinosa na različite oblike finansiranja. Opšti trošak kapitala je ponderisani prosek pojedinačnih zahtevanih stopa prinosa (troškova).

Troškovi povlašćenih akcija (kapitala) (Cost of prefered stock capital)). Zahtevna stopa na investiciju koju od kompanije zahtevaju vlasnici prioritetnih akcija.

Troškovi prodatih proizvoda (Cost of good sold). Troškovi proizvoda (troškovi zaliha) koji postaju troškovi perioda samo onda kada su proizvodi prodati; jednaki su početnim zalihama plus trošak nabavljenih ili proizvedenih proizvoda minus završne zalihe.

Tržišna linija hartije od vrednosti (Security market line (SML)). Linija koja opisuje linearni odnos između očekivanih stopa prinosa za pojedinačne hartije od vrednosti (i portfelje) i sistemskog rizika merenog betom.

Tržišna vrednost (Market value). Tržišna cena po kojoj se prodaje imovina.

Tržište kapitala (Capital market). Tržište relativno dugoročnih (izvorno dospeće duže od jedne godine) finansijskih instrumenata (npr. obveznica i akcija).

Tržište novca (Money market). Tržište kratkoročnih (čije je izvorno dospeće kraće od jedne godine) vladinih i korporativnih dužničkih hartija od vrednosti. Uključuje i vladine hartije od vrednosti čije je izvorno dospeće duže od jedne godine, ali koje sada imaju godinu dana ili manje do dospeća.

Ubrzana amortizacija (Accelerated depreciation). Metode amrotizacije koje troškove kapitalne imovine otpisuju brže od linearne amortizacije.

Ubrzani racio (brzi test) (Acid-test (quick) ratio)). Razlika između tekuće imovine i zaliha podeljena tekućim obavezama. Pokazuje sposobnost preduzeća da podmiri tekuće obaveze svojom najlikvidnijom (brzom) imovinom.

Ugled (gudvil) (Goodwill). Neopipljiva imovina kupljene firme koja se ogleda u tome da se pri kupovini te firme plaća iznos koji je veći od njene knjigovodstvene vrednosti. Ugled se mora proveravati najmanje jednom godišnje (da bi se utvrdilo da li je opao).

Ugovor o kreditu (Indenture). Pravni dogovor između korporacije koja emituje obveznice i vlasnika obveznica, koji utvrđuje uslove emisije obveznica i imenuje opunomoćenika.

Ugovor o ponovnom otkupu (repo) (Repurchase agreements (RPs; repos) Sporazumi o kupovini hartija od vrednosti (obično kratkoročnih trezorskih zapisa) i o njihovoj preprodaji po nekoj određenoj višoj ceni na neki kasniji datum

Ugovor o uslovnoj prodaji (Conditional sales conctract). Način finansiranja koji omogućava prodavac opreme koji zadržava vlasništvo nad opremom dok se oprema ne otplati.

Ugovor o zajmu (Loan agreement). Pravni ugovor koji određuje uslove zajma i obaveze zajmoprimca.

Ukurpnjavanje akcija (Reverse stock split). Ukrupnjavanjem akcija broj akcija u opticaju se smanjuje; na primer, ukrupnjavanje akcija 1 za 2 je kad svaki akcionar prima jednu novu u zamenu za dve akcije koje poseduje.

Ukupan leveridž (Total (or combined) laverage)). Upotreba i fiksnih operativnih troškova i finansijskih troškova od strane preduzeća.

Ukupni rizik preduzeća (Total firm risk). Promenljivost zarada po akciji (EPS)). To je suma poslovnog i finansijskog rizika.

Upravljanje obrtnim kapitalom (Working capital managament). Upravljanje tekućom imovinom preduzeća i finansiranje koje je potrebno za osiguranje tekuće imovine.

Usitnjavanje /cepanje akcija (Stock split) Povećanje broja izdatih akcija smanjenjem nominalne vrednosti akcije; na primer usitnjavanje akcije 2 za 1 gde se al pari vrednost akcije smanjuje za polovinu.

Utrživost (ili likvidnost) (Marketbility or (liqudity)). Mogućnost prodaje značajne količine hartije od vrednosti u kratkom vremenskom periodu na sekundarnom tržištu bez značajnijeg smanjenja cene.

Uzajamno isključiv projekat (Muttally exclusive project). Projekat čije prihvatanje isključuje prihvatanje jednog ili više alternativnih projekata.

Valutna opcija (Currency option). Ugovor koji imaocu daje pravo kupovine ili prodaje određenog iznosa strane valute po nekoj određenoj ceni do određenog datuma.

Vanredna dividenda (Extra dividend) Povremena dividenda koja se isplaćuje akcionarima uz redovnu dividendu. Isplaćuje se u posebnim okolnostima.

Varant (Warrant). Relativno dugoročna opcija kupovine običnih akcija po određenoj izvršnoj ceni za određeni rok.

Vezana trgovina (Countertrade). Opšti naziv za barter aranžmane i druge oblike trgovine koji uključuju međunarodnu prodaju robe ili usluga koje su plaćene u celosti ili delimično robom ili uslugama iz strane zemlje.

Virtuelna korporacija (Virtual corporation). Model organizacije posla tak što se veliki deo neosnovnih delatnosti obavlja van korporacije.

Viskorizična (viskoprinosna, junk) obveznica (Junk bond). Obveznica visokog rizika, visokog prinosa (često neosigurana) bez investicionog ranga.

Vrednost aktivnog preduzeća (Going-concern vallue). Iznos koji bi preduzeće moglo da se proda sve dok kontinuinirano posluje.

Vrednost napuštanja (Abandonment value). Vrednost projekta ako se imovina projekta eksterno proda; ili alternativno, njegova oporutnenta vrednost kad bi se imovina iskoristila negde drugde u preduzeću.

Vremenska struktura kamatnih stopa (Term strukcture of interes rate). Veza između prinosa i dospeća hartija od vrednosti koje se razlikuju samo u dužini vremena (ili roka) dospeća.

Vučena menica (Draft). Potpisani pismeni nalog kojim prva stranka (trasant) daje uputstvo drugoj stranci (trasatu) da plati određenu svotu novca trećoj stranci (primalac). Trasant i primalac se često jedna ista osoba.

Zajam obezbeđen hipotekom na pokretnu imovinu (Chattel mortgage). Hipoteka na posebno identifikovanu ličnu imovinu (sva imovina osim nekretnina) kao zalog zajmu.

Zajednička ulaganja (Joint venture). Zajednički posao koji poseduju i kontrolišu dve ili više nezavisnih kompanija. Svaki partner nastavlja da postoji kao posebna kompanija, a novo zajedničko ulaganje predstavlja novo poslovno preduzeće.

Zakon plavog neba (Blue sky laws). Državni zakoni koji regulišu ponudu i prodaju hartija od vrednosti.

Zakup (Lease). Ugovor po kome se jedna stanka, zakupodavac (vlasnik) neke imovine, pristaje da tu imovinu da na korišćenje zakupoprimcu u zamenu za periodične isplate rente.

"Zamka za ajkule" (Shark repellent). Odbrana kompanije od potencijalnih pokušaja preuzimanja – "ajkula",

Zamenljiva obveznica (Exchangeable bond). Obveznica koja dopušta vlasniku da zameni tu hartiju od vrednosti za obične akcije druge kompanije – uglavnom one u kojoj izdavač obveznice ima vlasnički interes.

Zarada po akciji (Earnings per share EPS)). Neto zarada posle poreza (EAT) podeljena brojem običnih akcija u prometu.

Zastupnička izjava (punomoćje) (Proxy). Pravni dokument koji nekoj osobi daje ovlašćenje da deluje umesto druge. U poslovanju se obično odnosi na uputstava koje akcionar daje u vezi sa glasačkim pravom koje nose obične akcije.

Zavisna kompanija (Subsidary). Kompanija u kojoj više od pola akcija s pravom glasa drži druga kompanija (matična kompanija).

FINANSIJSKI MENADŽMENT: REZIME[1489]

- Finansijski menadžment se brine o sticanju, finansiranju i upravljanju imovinom, uzimajući u obzir osnovni cilj poslovanja.
- Funkcija odlučivanja finansijskog menadžmenta može se podeliti na tri glavna područja: odluke o investiranju, finansiranju i upravljanju imovinom.
- Cilj preduzeća: maksimiranje bogatstva sadašnjih vlasnika preduzeća (ili akcionara). Bogatstvo akcionara prikazuje tržišna cena obične akcije preduzeća, koja s druge strane predstavlja refleksiju odluka preduzeća o investiciji u imovinu, te finansiranje imovine u upravljanje njome.
- Tržišna cena akcije preduzeća predstavlja osnovno određivanje vrednosti nekog preduzeća koju daju svi učesnici na tržištu. Ona uzima u obzir sadašnju i očekivanu buduću zaradu po akciji, vreme, trajanje i rizik tih zarada: pravila o dividendama u preduzeću i ostale faktore koji su značajni za tržišnu cenu akcija.
- Teorija posredovanja naglašava da, posebno u velikim preduzećima, menadžeri (agenti) mogu da imaju različite ciljeve od akcionara (nalogodavaca). Akcionari mogu sami sebe da uvere kako će menadžeri doneti odluke koje će maksimalno uvećati njihovo bogatstvo samo ako su motivisani i samo ako se kontrolišu.
- Korporativno upravljanje je sistem po kome se korporacije upravljaju i kontrolišu. To obuhvata odnos između akcionara preduzeća, upravnog odbora i menadžera.
- U velikim preduzećima, odgovornost za finansijsku funkciju snosi potpredsednik za finansije ili glavni finansijski direktor (CPO), koji uglavnom direktno podnosi izveštaje predsedniku ili glavnom izvršnom direktoru (CEO). Finansijsko poslovanje koje nadgleda CPO deli se na dva dela: šef finansija zadužen je za jedan deo, a šef računovodstva za drugi. Odgovornost šefa računovodstva prvenstveno su računovodstvene prirode, dok se odgovornost šefa finansija dele na dve oblasti odlučivanja koje su najčešće povezane s finansijskim menadžmentom
- Postoje četiri osnovna oblika poslovne organizacije: preduzeće čije je vlasnik pojedinac, ortakluk, korporacija i preduzeće sa ograničenom odgovornošću.
- Korporacija se razvijala kao najvažniji organizacioni oblik određenih prednosti koje ima nad ostalim organizacionim oblicima. Te prednosti obuhvataju ograničenu odgovornost, jednostavan prenos vlasništva, neograničeno trajanje i mogućnost prikupljanja velikih iznosa kapitala.

[1489] *Izvor*: James C. Van Horne i John M. Wachowicz, ***Osnovi finansijskog menadžmenta,*** Data Status, Beograd, 2007.

- U većini preduzeća sa oporezivom dobiti radije se primenjuje metoda ubrzane amortizacije u poreske svrhe kako bi se smanjili porezi. Preduzeće koje je profitabilno, kao ciljeve finansijskog izveštavanja može prikazati gubitke od plaćanja poreza.
- Kamata koju plaćaju korporacije smatra se kao odbitni poreski trošak, ali plaćene dividende nisu poreski odbitak.
- Finansijska imovina (hartije od vrednosti) postoji u privredi jer investiranje ekonomske jedinice u realnu imovinu (kao što su zgrade i oprema) vrlo čest se razlikuje od njene štednje. U privredi kao celini, štedno – suficitarne jedinice (one čija je štednja veća od investicija u realnu imovinu) osiguravaju sredstva štedno – deficitarnim jedinicama (one čije su investicije u realnu imovinu veće od njihove štednje). Ta razmena sredstava evidentira se investicionim instrumentima ili hartijama od vrednosti, koje su finansijska imovina za imaoca i finansijska obaveza za izdavaoce.
- Finansijski posrednici pomažu da finansijska tržišta budu efikasnija. Oni se nalaze između krajnjih zajmoprimalaca i zajmodavaca zato što pretvaraju direktna potraživanja u indirektna potraživanja. Finansijski posrednici kupuju direktne (ili primarne) hartije od vrednosti, a za uzvrat, izdaju vlastite indirektne (ili sekundarne) hartije od vrednosti.
- Finansijski brokeri, kao što su investicione banke i hipotekarne banke, povezuju one kojima trebaju sredstva sa onima koji imaju štednju. Ovi brokeri ne obavljaju direktno pozajmljivanje, već deluju kao agenti ili posrednici.
- Finansijska tržišta mogu se podeliti na dve grupe – tržište novca i tržište kapitala. Tržište novca odnosi se na kupovinu i prodaju kratkoročnih vladinih i korporativnih dužničkih hartija od vrednosti. Tržište kapitala odnosi se na relativno dugoročne obaveze i hartije od vrednosti.
- Unutar tržišta novaca i tržišta kapitala postoje primarna i sekundarna tržišta. Primarno je tržište "novih emisija", dok je sekundarno, tržište "upotrebljivih emisija"
- Sekundarno tržište za dugoročne hartije od vrednosti koje obuhvata organizovane berze i OTC tržišta, povećava likvidnost (utrživost) finansijske imovine i zbog toga unapređuje primarno tržište za dugoročne hartije od vrednosti.
- Razlike u riziku od neizvršenja obaveza, utrživosti dospeća, oporezivosti i opcijskim osobinama utiču na prinos jedne od hartija od vrednosti u odnosu na drugu u određenom vremenskom trenutku. Fluktacijama u pritiscima ponude i potražnje, na finansijskim tržištima, kao i promenama u inflatornim očekivanjima objašnjavaju se varijabilnosti u prinosima tokom vremena.
- U većini finansijskih odluka, i ličnih i poslovnih, uzima se u obzir vremenska vrednost novca. Kamatnu stopu koristimo da bismo izrazili vremensku vrednost novca.

- Prosta kamata je ona koja plaća (obračunava) samo na prvobitni iznos ili glavnicu, uzetu (datu) u zajam.
- Dva ključna koncepta – buduća vrednost i sadašnja vrednost – osnovne su složene kamate. Buduća vrednost je vrednost sadašnjeg iznosa novca ili niza plaćanja u nekom budućem vremenu, procenjenih po današnjoj kamatnoj stopi. Sadašnja vrednost je današnja vrednost budućeg iznosa novca ili niza plaćanja, procenjenih po datim kamatnim stopama,
- Problemi u mešovitom (nejednakim) tokovima novca mogu se uvek rešiti tako da se svaki tok prilagodi pojedinačno i onda se rezultati saberu. Sposobnost prepoznavanja određenih modela kod mešovitih tokova novca, omogućiće vam brže izvođenje proračuna.
- Da bi se uporedile alternativne investicije koje imaju različite periode ukamaćivanja često treba izračunati njihovu efektivnu godišnju kamatnu stopu. Efektivna kamatna stopa je ona koja se obračunava godišnje i donosi istu godišnju kamatu kao i nominalna stopa kad se ukamaćuje m puta godišnje.
- Amortizacija kredita obuhvata određivanje periodičnih isplata, potrebnih da se iznos glavnice smanji od nule po dospeću, dok se istovremeno osiguravaju isplate kamata na neotplaćeni iznos glavnice. Iznos glavnice se smanjuje tak što se povećava broj izvršenih uplata.
- Pojam određivanja vrednosti obuhvata likvidacionu vrednost, vrednost kontinuiranog poslovanja, knjigovodstvenu vrednost, tržišnu vrednost i stvarnu vrednost.
- Stvarna vrednost večne obveznice je kapitalizovana vrednost večnog toka isplate kamate. Ova trenutna vrednost je periodična isplata kamate podeljena zahtevanom stopom prinosa investitora.
- Stvarna vrednost obveznice koja nosi kamate s konačnim dospećem jednaka je sadašnjoj vrednosti isplate kamate plus sadašnja vrednost isplate glavnice po dospeću, i sve diskontovano zahtevanom stopom prinosa investitora.
- Stvarna vrednost obveznice bez kupona (obveznica koja nema periodične isplate kamate) jeste sadašnja vrednost isplate glavice po dospeću, diskontovane zahtevanom stopom prinosa investitora.
- Stvarna vrednost povlašćene akcije jednaka je nominalnoj godišnjoj dividendi po akciji podeljenoj zahtevanom stopom prinosa investitora.
- Stvarna vrednost obične akcije može se posmatrati kao diskontovana vrednost svih novčanih dividendi koje osigurava emitent.
- Modeli diskontovanja dividendi koriste se za izračunavanje stvarne vrednosti akcija sa specifičnim pretpostavkama koje se odnose na očekivani model rasta budućih dividendi i promenu odgovarajuće diskontne stope.
- Konačno, kad se očekuje da će rast dividendi varirati tokom različitih faza razvoja preduzeća, sadašnje vrednosti dividendi za različite faze rasta mogu se izračunati i sabrati kako bi se dobila stvarna vrednost akcije.

- Ako se u našim jedinicama za određivanje vrednosti, stvarna vrednost zameni tržišnom cenom hartija od vrednosti, tada možemo izračunati zahtevanu tržišnu stopu prinosa. Ta stopa koja određuje diskontovanu vrednost očekivanih novčanih priliva jednakih tekućoj tržišnoj ceni hartije od vrednosti, takođe se naziva i prinos (tržišni) na hartije od vrednosti.
- Prinos do dospeća (YTM) je očekivana stopa prinosa na obveznicu ako je kupljena po tekućoj tržišnoj ceni i ako se održi do dana dospeća. Poznata je i kao interna stopa prinosa obveznice.
- Kamatna stopa i cene obveznica kreću se u suprotnim smerovima.
- Što je niža kuponska kamata, promene cena obveznice su osetljivije na promene u tržišnim prinosima
- Prinos na običnu akciju proizilazi iz dva izvor. Prvi izvor je očekivani prinos po dividendi, a drugi – očekivani prinos od kapitalne dobiti.
- Prinos (za period posedovanja) na investicije je promena tržišne cene uvećana za svaku novčanu isplatu primljenu za vlasništvo i potom podeljena početnom cenom.
- Rizik hartija od vrednosti može se posmatrati kao varijabilnost prinosa u odnosu na očekivane.
- Očekivani prinos jednostavno je ponderisani prosek mogućih prinosa, gde su ponderi verovatnoće pojavljivanja.
- Konvencionalna mera disperzije ili varijabilnosti oko očekivane vrednosti je standardna devijacija □. Kvadrat standardne devijacije, $□^2$, poznat je kao varijansa.
- Očekivani prinos na portfelj (ili grupu) investicija jednostavno je ponderisani prosek očekivanih prinosa na hartije od vrednosti koje čine taj portfelj. Ponderi su jednaki udelu ukupno uloženih sredstava u svaku hartiju od vrednosti. (Zbir pondera mora biti 100%).
- Kovarijansa mogućih prinosa je mera očekivanja da će dve hartije od vrednosti varirati zajedno, a ne nezavisno jedna od druge.
- Za veliki portfelj, ukupna varijansa i standardna devijacija pre svega zavise od ponderisanih kovarijansi između hartija od vrednosti.
- Smislena diversifikacija uključuje kombinaciju hartija od vrednosti na takav način da se smanji rizik. Smanjenje rizika postoji dokle god kombinovane hartije od vrednosti nisu savršeno pozitivno korelisane.
- Ukupan rizik hartija od vrednosti (ili portfelja) sastoji se od dve komponente – sistemskog rizika i nesistemskog rizika. Prva komponenta se ponekad naziva neizbežni rizik ili rizik koji se ne može diversifikovati; sistemski znači da utiče na sve hartije od vrednosti, premda različitog stepena.
- U tržišnoj ravnoteži, očekuje se da će hartija od vrednosti osigurati očekivani prinos proporcionalan njenom sistemskom riziku, riziku koji se ne može izbeći

diversifikacijom. Model određivanja vrednosti kapitalne aktive (CAMP) opisuje odnos između rizika i prinosa.

- Stepen sistemskog rizika hartija od vrednosti može se odrediti crtanjem karakteristične linije. Ova linija opisuje odnos između dodatnog očekivanog prinosa na akciju (prinosa iznad nerizične stope) i dodatnog očekivanog prinosa tržišta. Nagib te linije, poznat je kao beta – to je indeks sistemskog rizika. Što je beta veća, veći je neizbežni rizik hartije od vrednosti.
- Veza između zahtevane stope prinosa na hartiju od vrednosti i njene bete poznata je kao linija tržišnih hartija od vrednosti. Ova linija odražava linearnu pozitivnu vezu između prinosa koji zahtevaju investitori i sistemskog rizika. Zahtevani prinos se prikazuje kao nerizična stopa na koju se dodaje premija za sistemski rizik koji je proporcionalan beti.
- Iako se pokazalo da je korisno primeniti CAPM u proceni stope prinosa na tržištima kapitala, u poslednjih nekoliko godina dobio je ozbiljnije kritike. Anomalije kao što su efekat malog preduzeća, efekat racija cene/zarade i januarski efekat, umanjile su njegov značaj. Profesori Fama i French tvrde da su tržišna kapitalizacija preduzeća (veličina) i racio tržišne i knjigovodstvene vrednosti bolji indikatori prosečnih prinosa na akcije od bete. Ipak, CAPM služi kao koristan teoretski okvir za razumevanje rizika i prirodno vodi do multifaktorskih modela i teorije arbitražnog određivanja vrednosti koji su opisani u Dodatku B ovog poglavlja.
- Za finansijska tržišta kaže se da su efikasna ukoliko cene hartija od vrednosti potpuno odslikavaju celokupne dostupne informacije. Na takvim tržištima, cene hartija od vrednosti veoma se brzo prilagođavaju novim informacijama.
- Finansijska analiza, u zavisnosti od posebnih interesa analitičara, uvek uključuje različite finansijske izveštaje – prvenstveno bilans stanja i bilans uspeha.
- Bilans stanja obuhvata imovinu, obaveze i vlasničku glavnicu preduzeća u određenom trenutku, dok bilans uspeha obuhvata prihode i rashode preduzeća tokom određenog vremenskog perioda.
- Pojmovni okvir za finansijsku analizu, analitičaru obezbeđuje sredstva za povezivanje za strukturiranje analize. Na primer, u analizi eksternog finansiranja, posebna briga se posvećuje sredstvima koja su preduzeću potrebna, njegovom finansijskom stanju i uspešnosti, te njegovom riziku poslovanja. Na osnovu analize tih faktora, moguće je odrediti finansijske potrebe preduzeća i onda pregovarati sa spoljnim dobavljačima kapitala.
- Finansijska racija možemo podeliti u pet osnovnih vrsta: likvidnost, leveridž (zaduženost), pokriće, aktivnost i profitabilnost. Nijedan finansijski racio nije dovoljan sam po sebi za stvarno ocenjivanje finansijskog stanja i uspešnosti preduzeća. Razumna procena može se doneti sa grupom racija. Broj ključnih racija potrebnih za tu svrhu nije naročito veliki – oko dvanaest.
- Upotrebljivost racia zavisi od veštine i iskustva finansijskog analitičara koji ih koristi. Finansijska racija, sama za sebe, prilično su beznačajna. Ona se moraju

analizirati na komparativnoj osnovi. Ključno je poređenje jedne kampanje sa sličnim kompanijama i prosecima za delatnost tokom vremena. Takvo poređenje otkriva najznačajnije dokaze u oceni promena i trendova u finansijskom stanju i uspešnosti preduzeća. To poređenje može se temeljiti na istorijskim podacima, ali takođe može uključivati i analizu budućnosti na temelju planiranih izveštaja.

- Dodatne informacije mogu se dobiti analizom procentualnih udela i indeksa. U prvoj, različite stavke bilansa stanja izražavamo kao udeo ukupne imovine, a stavke bilansa uspeha kao udeo neto prihoda od prodaje. U drugoj, stavke bilansa stanja i bilansa uspeha izražene su kao indeksi u odnosu na početnu baznu godinu.
- Izveštaj o izvorima i upotrebama sredstava je rezime promena finansijskog stanja preduzeća od jednog do drugog perioda. Razumevanje ovog izveštaja daje analitičaru direktan uvid u potrebu sredstava i kao se takve upotrebe finansiraju tokom određenog vremenskog perioda. Analiza toka sredstava je korisna za analizu angažovanja sredstava za imovinu i u planiranju srednjoročnog i dugoročnog finansiranja preduzeća. Posmatrani tokovi su neto sredstva, a ne bruto transakcije između dva vremenska perioda.
- Izveštaji o novčanim tokovima zamenjuje izveštaj o tokovima sredstava kad preduzeće mora da prikaže kompletan set finansijskih izveštaja. No, za razliku od izveštaja o novčanim tokovima, izveštaj o tokovima sredstava ne uključuje neto efekte važnih nenovčanih transakcija. Osim toga, lakše je uraditi izveštaj o tokovima sredstava i menadžeri ga često više vole od složenijeg izveštaja o novčanim tokovima.
- Računovodstveni izveštaj o novčanim tokovima predstavlja novčana primanja i izdatke preduzeća tokom vremenskog perioda i podeljen je u tri kategorije: poslovne, investicione i finansijske aktivnosti. Kad se koristi sa ostalim finansijskim izveštajima i beleškama izveštaj o novčanim tokovima trebalo bi da pomogne analitičaru da oceni sposobnost preduzeća da stvori novac za dividende i investicije, identifikuje potrebe preduzeća za eksternim finansiranjem i razumne razlike između neto dobiti i neto novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti.
- Gotovinski budžet je predviđanje budućih novčanih primanja i izdataka preduzeća. Ovo predviđanje posebno je korisno finansijskom menadžeru u određivanju verovatnih novčanih stanja preduzeća u bliskoj budućnosti i u planiranju budućih novčanih potreba. Osim analize očekivanih novčanih tokova finansijski menadžer bi trebalo da uzme u obzir moguća odstupanja očekivanog ishoda. Analiza raspona mogućih ishoda omogućuje menadžmentu da bolje oceni efikasnost i fleksibilnost preduzeća i da odredi odgovarajuću maržu sigurnosti.
- Predviđeni finansijski izveštaji su očekivani budući finansijski izveštaji zasnovani na uslovima koje menadžment očekuje i na akcijama koje će preduzeti. Ti

izveštaji nude finansijskim menadžerima detaljan uvid u buduće finansijsko stanje i poslovanje ovih preduzeća.

- Postoje dva glavna oblika obrtnog kapitala – neto obrtni kapital (tekuća imovina minus tekuće obaveze) i bruto obrtni kapital (tekuća imovina).
- U finansijama, obrtni kapital je sinonim za tekuću imovinu. Upravljanje obrtnim kapitalom odnosi se na administraciju tekuće imovine preduzeća zajedno sa finansiranjem (posebno tekućih obaveza) koje je potrebno kao podrška tekućoj imovini.
- Pri određivanju odgovarajućeg iznosa, ili nivoa tekuće imovine, menadžment mora uzeti u obzir razmenu između profitabilnosti i rizika. Što je viši nivo tekuće imovine, veća je likvidnost preduzeća, ako je sve ostalo isto. Sa većom likvidnošću ide manji rizik, ali takođe i manja profitabilnost. U upravljanju obrtnim kapitalom vidimo kako funkcionišu dva osnovna načela finansija:
  1. Profitabilnost varira obrnuto proporcionalno sa likvidnošću;
  2. Profitabilnost se menja zajedno sa rizikom.
- Obrtni kapital možemo klasifikovati po komponentama – novac, utržive hartije od vrednosti, potraživanja i zalihe. Osim toga, obrtni kapital može biti klasifikovan prema vremenu, kao trajni ili privremeni. Trajni obrtni kapital je iznos tekuće imovine potreban da bi preduzeće podmirilo svoje minimalne dugoročne potrebe. Privremeni obrtni kapital, s druge strane, jeste iznos tekuće imovine koja varira sa sezonskim potrebama.
- Ako preduzeće usvoji pristup hedžing zaštite u finansiranju, svaki deo imovine bio bi povezan sa finansijskim instrumentima sličnog dospeća. Kratkoročne ili sezonske varijacije u tekućoj imovini bile bi finansirane kratkoročnim dugom. Stalna komponenta tekuće imovine i sva fiksna imovina bile bi finansirane kroz dugoročni dug ili vlasnički kapital.
- Dva ključna aspekta u upravljanju obrtnim kapitalom – koji nivo tekuće imovine treba održavati i kako finansirati tekuću imovinu – međusobno su zavisna. Zbog njihove međuzavisnosti, ta dva aspekta treba razmatrati zajedno.
- Preduzeća, isto kao i fizička lica, drže gotovinu da bi obavila transakcije zbog špekulativnih motiva i motiva opreza.
- Upravljanje gotovinom uključuje efikasnu naplatu i isplatu gotovine, i bilo kojih privremenih investicija gotovine koje pripadaju firmi.
- Preduzeće će obično imati koristi od "ubrzanja" uplata gotovine i "usporavanja" isplata gotovine. Preduzeće želi da ubrza naplatu potraživanja, da bi što pre moglo da ima novac na raspolaganju. Takođe, želi da plaća dugovanja što je kasnije moguće, a da pri tom ne naruši kreditni ugled kod svojih dobavljača i da maksimalno iskoristi novac koji već ima.
- Da bi ubrzalo naplatu, preduzeće može da koristi brojne metode uključujući kompjuterizovano izdavanje računa, prethodno odobreno dugovanje i "zaključane pregratke."

- Koncentrisani proces zavisi od tri glavne metode pokretanja gotovine između banaka: (1) prenosivi depozitni čekovi, (2) automatizovani kliring elektronskog transfera, i (3) elektronski prenos.
- Metode koje korporacije koriste za kontrolu isplata uključuju plaćanja menicama (PTDs), držanje odvojenih računa za isplatu, uravnoteženih računa (ZBAs), te kontrolisanog (ili verovatno odloženog) isplaćivanja.
- Elektronska razmena podataka (EDI) i dva njena dela, elektronski transfer sredstava (EFT) i finansijski EDI (FEDI), ključni su elementi elektronske trgovine (EC).
- Sve veće oblasti upravljanja gotovinom – naplata, isplata i upravljanje utrživim hartijama od vrednosti – kandidati su da se odvoje u procesu odvajanja neosnovnih delatnosti od osnovnih delatnosti.
- Optimalni nivo gotovine trebalo bi da bude veći od (1) transakcijskih stanja potrebnih kad je upravljanje gotovinom efikasno ili (2) kompenzacionih bilansnih zahteva komercijalne banke kod koje preduzeće ima depozitne račune.
- O portfoliju kratkoročnih utrživih hartija od vrednosti preduzeća treba razmišljati kao o torti isečenoj na tri (ne obavezno ista) dela:
  1. Brzo unovčivi deo (RS) optimalno stanje utrživih hartija od vrednosti koje se drže zbog mogućih nedostataka gotovine na računu preduzeća.
  2. Kontrolisani novčani deo (CS): utržive hartije od vrednosti koje se drže da bi se podmirili kontrolisani (znatni) odlivi, poput poreza ili dividendi.
  3. Slobodni novčani deo (FS): "slobodne" utržive hartije od vrednosti (to jest, dostupne za još neodređene potrebe).
- Kod razmišljanja o kupovini utrživih hartija od vrednosti rukovodilac portfolija u preduzeću mora da shvati kako se svaka potencijalna hartija od vrednosti odnosi na sigurnost principala, utrživost, prinos i dospeće.
- Menadžer portfolija utrživih hartija od vrednosti u preduzeću obično ograniči kupovinu na instrumente tržišta novca. Uobičajeni instrumenti tržišta novca uključuju: trezorske hartije od vrednosti, sporazume o osnovnoj kupovini, hartije od vrednosti federalne agencije, bankarske akcepte (BAs), komercijalne zapise, utržive sertifikate o depozitu (SDs), curodolare (Euros), kratkoročne gradske obveznice, te povlašćene akcije tržišta novca (MMP).
- Pri izboru hartija od vrednosti za razne segmente portfolija utrživih hartija od vrednosti (RS, CS i FS), menadžer portfolija pokušava da uskladi alternativne instrumente tržišta novca sa posebnim potrebama vezanim za svaki od segmenata, nakon što dobro razmisli o sigurnosti, utrživosti, prinosu i dospeću. Ukratko, sistem računa kratkoročnih utrživih hartija od vrednosti preduzeća određuje se imajući na umu odnos rizika i prinosa.
- Investicioni fondovi tržišta novca (MMFs) omogućavaju čak i malim preduzećima (i fizičkim licima) držanje dobro diversifikovanih portfolija utrživih hartija od vrednosti.

- Investicioni Politika kreditiranja i politika naplate sadrže nekoliko odluka: (1) kvalitet prihvaćenih kupaca, (2) dužina kreditnog perioda, (3) veličinu gotovinskog popusta (ako postoji) za raniju uplatu, (4) neke posebne uslove kao što su sezonska datiranja i (5) nivo troškova naplate. U svakom slučaju, odluka uključuje poređenje mogućeg dobitka iz promene politike sa troškom te promene. Da bi maksimizovala profit koji proizilazi iz kreditne i naplatne politike firma bi trebalo da menja te politike dok ne postigne optimalno rešenje.
- Pri određivanju vrednosti kreditnog zahteva, analitičar za kreditiranje: (1) pronalazi podatke o podnosiocu zahteva, (2) analizira te podatke da bi odredio njegovu kreditnu sposobnost, i (3) donosi odluku o kreditu. Odluka o kreditu, s druge strane određuje treba li odobriti kredit i kolika bi trebalo da bude maksimalna svota kredita ili kreditna linija.
- Zalihe čine vezu između proizvodnje i prodaje robe. One daju firmi fleksibilnost u nabavci, planiranju proizvodnje i izmirenju potražnje kupaca.
- Pri određivanju vrednosti nivoa zaliha, menadžment mora da uravnoteži koristi ekonomisanja proizvodnje, nabavke i marketinga, nasuprot troškovima držanja dodatnih zaliha. Za finansijskog menadžera vrlo je važan trošak sredstava koja su investirana u zalihe.
- Firme često klasifikuju artikle na zalihama u grupe, tako da obezbede najčešću proveru najvažnijih artikala. Jedan takav pristup naziva se ABC metod kontrole zaliha.
- Optimalna količina porudžbine za određeni artikal iz zaliha zavisi od predviđenog korišćenja tog artikla, troškova nabavke i troška držanja. Nabavka može značiti kupovinu artikla ili njegovu proizvodnju. Troškovi nabavke uključuju troškove ispostavljanja porudžbine, primanja robe i proveru porudžbine. Troškovi držanja predstavljaju trošak skladištenja, rukovanja i osiguranja, kao i zahtevani prinos na investicije u zalihe.
- Model klasične ekonomske porudžbine (EOQ) potvrđuje da optimalna količina artikla na zalihama koju treba poručiti jeste ona količina koja minimalizuje ukupan trošak zaliha tokom određenog planiranog perioda.
- Tačka porudžbine nekog artikla je onaj nivo do kojeg zalihe treba da padnu kako bi signalizirale ponovno proučavanje EOQ iznosa.
- Kada su uslovi nesigurni, firma obično mora da obezbedi sigurnosnu zalihu, zbog promene u potražnji i promene perioda porudžbine. Menjajući tačku pri kojoj se daju porudžbine, može se menjati stvaranje sigurnosne zalihe.
- Kontrola zaliha "tačno na vreme" (JIT) rezultat je novog naglaska firmi na konstantan proces poboljšanja. Ideja je da se zalihe stiču i ubacuju u proizvodnju upravo u vreme kada su potrebne.
- Trgovački kredit od dobavljača može biti značajan izvor kratkoročnog finansiranja za firmu. Ako firma strogo sprovodi pravovremeno plaćanje računa,

trgovački kredit postaje spontan (ili ugrađen) izvor finansiranja koji varira s proizvodnim ciklusom.

- Odlaganje obaveza prema dobavljačima uključuje odlaganje plaćanja nakon dospeća. Dok rastezanje obaveza stvara dodatno kratkoročno finansiranje, ta korist se mora izmeriti prema pripadajućim troškovima, kao što su: (1) trošak izgubljenog popusta (ako ga ima), (2) mogući penali ili zatezne kamate za zakasnelo plaćanje, i (3) moguće pogoršanje kreditnog ranga i sposobnosti firme da u budućnosti dobije kredite.
- Kao i obaveze prema dobavljačima (trgovački kredit od dobavljača), akumulirani rashodi predstavljaju spontani izvor finansiranja. Osnovni obračunati rashodi su plate i porezi, i očekuje se da će biti plaćeni utvrđenog datuma.
- Do dana plaćanja obračunatih rashoda, kompanija ima na raspolaganju beskamatno finansiranje. Za firmu koja stalno posluje, ovo finansiranje je konstanto. Kako se plaćaju stari akumulirani rashodi, novi rashodi pristižu i njihova svota varira. Kompanija s vrlo teškim finansijskim problemima, ponekad će odložiti plaćanje poreza i isplatu plata. Posledice takvog odlaganja mogu biti kobne.
- Kredit tržišnog novca i kratkoročni zajmovi način su ugovorenog (ili spoljnog) kratkoročnog finansiranja na javnom ili privatnom tržištu.
- Velike afirmisane, visokokvalitetne kompanije ponekad kratkoročno pozajmljuju pomoću komercijalnog zapisa – to je neosigurano kratkoročno zaduživanje koje se prodaje na tržištu novca. Komercijalni zapis se može prodati preko posrednika ili direktno investitorima. Umesto izdavanja samostalnog zapisa, firma može da izda bankom – podržan zapis i u tom slučaju banka garantuje da će obaveze biti plaćene. Komercijalni zapis je uglavnom jeftiniji vid pozajmice od kratkoročnog poslovnog zajma kod komercijalne banke, i to je njegova osnovna prednost.
- Finansiranje bankarskim akceptima još jedan je oblik zajma tržišta novca. Obično je vezan za spoljnotrgovinske transakcije. Akcept je visokoutrživ i može biti vrlo poželjan izvor kratkoročnih sredstava.
- Kratkoročni zajmovi se mogu podeliti na dva tipa: neosigurani i osigurani.
- Neosigurano davanje uglavnom se svodi na zajmove, od komercijalnih banaka po kreditnim linijama, preko ugovora o revolving kreditu, ili na osnovu transakcija. Sigurne verzije ova tri tipa pozajmica takođe postoje.
- Banke često zahtevaju od firmi da odražavaju gotovinska stanja kako bi kompenzovale aranžmane zajmova. Ako se od firme zahteva da drži stanje iznad onoga koje bi inače održavala, efektivni trošak zbog pozajmice je uvećan. Kamatne stope na kratkoročne poslovne zajmove su funkcija troškova sredstava za banke, postojeće osnovne stope, kreditne sposobnosti zajmoprimaoca, te profitabilnost tog odnosa za banku.
- Od mnogih firmi koje ne mogu da dođu do neosiguranih kredita, zajmodavci zahtevaju da polože neko obezbeđenje. Pri odobravanju osiguranog kredita, zajmodavac ima dva izvora naplate: od firme koja je sposobna da podmiri dug

svojim novčanim tokom, a ako taj izvor nekim slučajem propadne, ili od založene vrednosti obezbeđenja. Da bi omogućio granicu sigurnosti, zajmodavac će obično odobriti nešto manje nego što je tržišna vrednost obezbeđenja.

- Postoje brojni načini na koje zajmodavac može doći do interesa sigurnosti u zalihama. Kroz hipoteku na pokretnu imovinu, promenljiva prava zaplene, ili dogovor priznanicom o zalihama, zalihe ostaju u posedu zajmoprimaoca. Ukoliko se primeni metoda terminalske skladišnice ili skladišnice izdvojenog skladišta, vlasnik zaliha je treća stranka.
- Umesto zalaganja potraživanja, firma se može baviti naplatom (prodajom) potraživanja od kupaca preko faktora kako bi došla do gotovine. Naplata potraživanja preko faktora često oslobađa firmu provere verodostojnosti, troška zbog procesuiranja potraživanja, troškova bog naplate i troškova zbog loših dugova.
- Kapitalno budžetiranje ili ocena ekonomske efektivnosti investicija je proces identifikacije, analize i odabira investicionih projekata za čije se prinose (tokove novca) očekuje da će trajati duže od jedne godine.
- Posebno, kapitalno budžetiranje obuhvata (1) izradu predloga investicionih projekata koji su konzistentni sa strateškim ciljevima preduzeća; (2) procenu dodatnog poslovnog toka novca nakon oporezivanja po investicionom projektu; (3) procenu dodatnih tokova novca projekta; (4) izbor projekata na osnovu maksimiranja vrednosti kao kriterijuma prihvatljivosti; (5) kontinuirano ocenjivanje prihvaćenih investicionih projekata i reviziju nakon završetka projekta.
- Budući da je novac, a ne računovodstvena dobit, odlučujući za sve odluke preduzeća, iskazujemo koristi koje očekujemo od projekta u pojmovima tokova novca, a ne tokovima prihoda.
- Tokove novca trebalo bi meriti na uvećanoj osnovi, nakon oporezivanja. Osim toga, bavimo se poslovnim, a ne finansijskim tokovima.
- Poreski priznata amortizacija u sistemu modifikovane ubrzane naknade troškova (Akt o reformi oporezivanja iz 1986. godine) ima značajan učinak na veličinu i oblik tokova novca. Jedan od učinaka na veličinu i oblik tokova novca je i postojanje ostataka vrednosti i promene koje su izazvane u potrebnom obrtnom kapitalu.
- Tokove novca projekta korisno je podeliti u tri kategorije na osnovu vremenskog pojavljivanja: (1) početni izdatak novca, (2) privremeni dodatni neto tokovi novca i (3) dodatni neto tok novca u poslednjoj godini.
- Našu raspravu o kapitalnom budžetiranju počeli smo u Poglavlju 12 s pretpostavkom da prihvatanje bilo kojeg investicionog projekta neće promeniti ukupnu složenost rizika preduzeća. Ta pretpostavka nam je omogućila da upotrebimo jedinstvenu zahtevanu stopu prinosa u proceni da li projekat treba prihvatiti ili ne.
- Raspravljalo se o četiri alternativne metode za procenu i izbor projekta. Prva je bila jednostavna metoda dodavanja za ocenjivanje vrednosti projekta, pod

nazivom rok povraćaja. Preostale tri metode (interna stopa prinosa, neto sadašnja vrednost i indeks profitabilnosti) jesu tehnike diskontovanja novčanih tokova.

- Rok povraćaja (PBP) za investiciju daje nam broj godina potreban za povraćaj našeg početnog novčanog izdatka na projekat. Iako ta mera osigurava grubu naznaku likvidnosti projekta, ona je slaba mera profitabilnosti. Neadekvatna je kao mera profitabilnosti jer (1) zanemaruje tokove novca koji se ponavljaju nakon isteka roka povraćaja, (2) vremensku vrednost novca i (3) ima grub kriterijum prihvatanja, odnosno subjektivno određenu tačku odbacivanja.
- Interna stopa prinosa (IRR) investicionog projekta je diskontna stopa koja izjednačava sadašnju vrednost očekivanih neto tokova novca sa početnim novčanim izdatkom na projekat. Ako je IRR projekta veća ili jednaka zahtevanoj stopi prinosa, projekat bi trebalo prihvatiti.
- Neto sadašnja vrednost (NPV) investicionog projekta je sadašnja vrednost neto tokova novca projekta umanjena za početni izdatak novca na projekat. Ako je NVP projekta veća ili jednaka nuli, projekat bi trebalo prihvatiti.
- Indeks profitabilnosti (PI) ili racio koristi i troška projekta jeste racio sadašnje vrednosti budućih neto novčanih tokova i početnog novčanog izdatka. Ako je PI projekta veći ili jednak 1,00 projekat bi trebalo prihvatiti.
- Kad su dva ili više investicionih projekata uzajamno isključivi, tako da možemo odabrati samo jedan, rangiranje projekta na osnovu metoda IRR, NPV i PI može dati protivrečne rezultate. Ako se pojavi konflikt u rangiranju, on je posledica jedne ili kombinacije sledećih triju projektnih razlika: (1) razmena investiranja, (2) obrasca toka novca i (3) veka projekta. U svakom slučaju rangiranje prema neto sadašnjoj vrednosti mogu dovesti do pravilnog izbora projekta. Ukratko, ako se rangiranje obavlja prema neto sadašnjoj vrednosti, izabraće se projekti za koje se očekuje da će imati najveći porast vrednosti preduzeća izražen u dolarima.
- Potencijalni problem kod metode interne stope prinosa je da se mogu pojaviti višestruke interne stope prinosa kod neuobičajenih projekata – projekti čiji tokovi novca imaju višestruke promene u predznaku. Kad postoje višestruke stope prinosa, mora se upotrebiti alternativna metoda analiza.
- Racionisanje kapitala pojavljuje se svaki put kad postoji budžetska granica ili ograničenje na iznos sredstava koji se mogu investirati tokom određenog perioda, kao što je jedna godina. Kada se kapital racioniše tokom nekoliko perioda, može se primeniti nekoliko alternativnih metoda (koje su dosta složene) za problem racionisanja kapitala. Ako se kapital mora racionisati samo u tekućem periodu, izbor projekta po padajućem nizu indeksa profitabilnosti obično vodi do izbora kombinacije projekta koja najviše povećava vrednost preduzeća.
- Analiza osetljivosti nam omogućava da promenimo procene ulaznih varijabli i izvršnog skupa procena (nazvan osnovni slučaj) i da odredimo njihov uticaj na

izmerene rezultate projekta, kao što su neto sadašnja vrednost (NVP) ili interna stopa prinosa (IRR).

- Rizik investicionog projekta može se posmatrati kao varijabilnost njegovih tokova novca u odnosu na one koji se očekuju.
- Mogući rezultati investicionog projekta mogu se izraziti u obliku distribucije verovatnoće mogućih tokova novca. Uz datu distribuciju verovatnoće toka novca, rizik možemo da izrazimo kvantitativno, kao standardnu devijaciju distribucije.
- Mera relativnog rizika distribucije je koeficijent varijacije (CV). Matematički, on se definiše kao odnos standardne devijacije distribucije i očekivane vrednosti distribucije.
- Jedan od pristupa za ocenu rizičnosti investicija je direktna analiza distribucije verovatnoće mogućih neto sadašnjih vrednosti projekta izračunatih po nerizičnoj stopi. Za procenu očekivane vrednosti i standardne devijacije distribucije mogu se upotrebiti metode stabla verovatnoće ili simulacije. Menadžment tu informaciju može upotrebiti da odredi verovatnoću da će stvarna neto sadašnja vrednost biti niža od nekog iznosa, npr. nule.
- Verovatnoća da će interna stopa prinosa i projekta biti niža od nerizične stope jednaka je verovatnoći da će neto sadašnja vrednost projekta biti manja od nule kada se u diskontovanju koristi nerizična stopa. Ako oportunitetni gubitak posmatramo kao bilo koji prinos koji je manji od nerizičnog prinosa, tada se verovatnoća da će NPV biti manja od nule može protumačiti kao šansa za nastanak oportunitetnog gubitka ako se projekat prihvati.
- Investicioni projekti se mogu ocenjivati i u odnosu na njihov doprinos ukupnom riziku preduzeća, što implicira upotrebu pristupa portfelja u oceni rizika.
- Deljenjem projekta na one koji nemaju visoke stepene korelacije sa postojećom imovinom, preduzeće može da smanji standardnu devijaciju njihove distribucije verovatnoće mogućih neto sadašnjih vrednosti u odnosu na očekivanu vrednost distribucije. Korelacija između parova projekata pokazala se kao ključni element u analizi rizika u kontekstu portfelja preduzeća.
- Menadžerske opcije su često vrlo važna razmatranja kada se ocenjuje ekonomska efektivnost investicije. To znači fleksibilnost menadžmenta za promenu prethodno usvojene odluke.
- Vrednost investicionog projekta može se posmatrati kao njegova tradicionalno izračunata neto sadašnja vrednost zajedno sa vrednošću menadžerske opcije(a). Što je veća neizvesnost koja okružuje upotrebu opcije, veća je njena vrednost.
- Menadžerske opcije su opcije: za proširenje (smanjenje), za napuštanje i za odlaganje. Razmatranje tih različitih opcija ponekad može promeniti odluku o odbacivanju dobijenu ocenom ekonomske efektivnosti investicije u projekat u odluku o prihvatanju i odluku o prihvatanju u odluku o odlaganju.

- Menadžerske U teoriji zahtevana stopa prinosa investicionog projekta trebalo bi da bude ona koja ne menja tržišnu cenu akcije. Ako investicioni projekat ostvaruje više nego što finansijsko tržište zahteva s obzirom na uključeni rizik, stvorena je vrednost. Ključni izvori stvaranja vrednosti su atraktivnost delatnosti i konkurentska prednost.
- Ako su postojeći investicioni projekti i investicioni projekti koji se razmatraju slični u odnosu na rizik, kao kriterijum prihvatanja mogu se koristiti ukupni troškovi kapitala.
- Ukupni troškovi kapitala su ponderisani prosek pojedinih zahtevanih stopa prinosa (troškova) različitih instrumenata kojima preduzeće namerava da se finansira.
- Trošak akcijskog kapitala je komponenta troška koju je daleko najteže izmeriti. Kod modela procene vrednosti akcija diskontovanjem dividendi, taj trošak je diskontovana stopa koja izjednačava sadašnje vrednosti niza očekivanih budućih dividendi sa tržišnom cenom obične akcije. Alternativno, trošak akcijskog kapitala možemo proceniti pomoću modela određivanja vrednosti kapitalne aktive ili dodati premiju na rizik na trošak duga preduzeća pre oporezivanja.
- Postojanje troškova emisije u finansiranju zahteva prilagođavanje u proceni investicionih projekata. Kod prvog pristupa troškovi emisije finansiranja se posmatraju kao dodatak početnom izdatku novca na projekat. Drugi pristup zahteva prilagođavanje prema gore kad postoje troškovi emisije. Teorijski, bolje je dodati troškove emisije početnom izdatku novca na projekat i onda upotrebiti ponderisane prosečne "nekorigovane" troškove kapitala kao diskontnu stopu.
- Kada se investicioni projekti, postojeći i novi, veoma razlikuju u odnosu na rizik, upotreba ukupnih troškova kapitala preduzeća kao kriterijuma prihvatanja nije prikladna. U tim slučajevima trebalo bi da odredimo poseban kriterijum prihvatanja za svaki investicioni projekat ili grupu projekata koji se razmatraju.
- Jedna od metoda izračunavanja zahtevane stope prinosa za poseban projekat je model određivanja vrednosti kapitalne aktive. Ideja se sastoji u tome da se identifikuju one kompanije kojima se javno trguje i čiji su poslovanje i sistemski rizik slični u projektu koji se razmatra. Te kompanije služe kao supstituti za dobijanje informacija o beti, koje se mogu prilagoditi za finansijski leveridž (videti Dodatak A u ovom poglavlju). Jednom kad je izračunata reprezentativna beta, može se odrediti zahtevani prinos na akcijski kapital. Ako se upotrebljava finansiranje dugom, na osnovu udela koje preduzeće koristi u svom finansiranju, izračunava se ponderisani prosečan zahtevani prinos za projekat.
- Zahtevana stopa prinosa za posebnu grupu može se odrediti za odeljenje, zavisnu kompaniju ili neku drugu podjedinicu preduzeća pomoću modela određivanja vrednosti kapitalne aktive. Određeni problemi mogu se javiti zbog

različite upotrebe finansiranja neakcijskim kapitalom među različitim grupama u preduzeću.

- Metoda diskontne stope prilagođavanja za rizik (RADR) za izbor investicije zahteva "prilagođavanje" zahtevanog prinosa ili diskontne stope prema gore (dole) u odnosu na ukupni troškovi kapitala preduzeća za one projekte ili grupe koji imaju rizik veći (manji) od "prosečnog" rizika. Pristup RADR, za razliku od pristupa CAPM, uopšteno se oslanja na relativno neformalne, subjektivne načine utvrđivanja prilagođavanja zahtevanog rizika.
- Praktično sredstvo za procenu rizičnih investicija je: analiza očekivane vrednosti i standardne devijacije distribucije verovatnoće mogućih prinosa za investicioni projekat i donošenje odluke na osnovu te informacije. Što je disperzija distribucije veća, očekivana vrednost koju zahteva menadžment trebalo bi da bude veća. Nedostatak tog pristupa je što veza između investicione odluke i anticipirane reakcije cene akcije nije direktna.
- Solventnost zavisi od ukupnog rizika preduzeća. Kad je mogućnost nesolventnosti preduzeća velika i potencijalno skupa, menadžment bi morao da razmotri granični uticaj investicionog projekta na ukupan rizik preduzeća. Analizom očekivanog prinosa i rizika za različite moguće kombinacije postojećih projekata i investicionih projekata koji se razmatraju menadžment može da odabere najbolju kombinaciju – često se oslanjajući na dominaciju.
- Leveridž se odnosi na upotrebu fiksnih troškova radi povećavanja (ili podizanja na viši nivo) profitabilnosti. Operativni leveridž nastaje zbog fiksnih troškova poslovanja koji su povezani sa proizvodnjom dobara ili usluga, dok finansijski leveridž nastaje zbog postojanja fiksnih troškova finansiranja – prvenstveno kamata na dug. Obe vrste leveridža utiču na nivo i promenjivost zarade preduzeća nakon oporezivanja, a time i na ukupan rizik i prinos preduzeća.
- Odnos između ukupnih troškova poslovanja i ukupnih prihoda možemo proučavati pomoću grafikona prelomne tačke, koji prikazuje odnos između ukupnih prihoda, ukupnih troškova poslovanja i poslovnih profita za različite nivoe proizvodnje i prihoda od prodaje.
- Prelomna tačka je količina prodaje koja je potrebna da bi ukupni prihodi i ukupni troškovi bili jednaki. Može se izraziti u jedinicama ili dolarskom iznosu prihoda od prodaje.
- Kvantitativna mera osetljivosti poslovnog profita preduzeća na promenu prihoda od prodaje preduzeća zove se nivo operativnog leveridža (DOL), DOL preduzeća je na određenom nivou proizvodnje (ili prihoda od prodaje) procentualna promena u poslovnom profitu nad procentualnom promenom u proizvodnji (ili prihodu od prodaje) koja izaziva promene u profitima. Što preduzeće posluje bliže svojoj prelomnoj tački, apsolutna vrednost njegovog DOL-a je veća.

- Nivo operativnog leveridža jedna je od komponenti ukupnog poslovnog rizika preduzeća. Ostali značajni faktori koji povećavaju poslovni rizik preduzeća su promenljivost ili nesigurnost prihoda od prodaje i troškovi proizvodnje. Nivo operativnog leveridža preduzeća povećava uticaj ovih ostalih faktora na promenjivost poslovnih profita.
- Finansijski leveridž je drugi nivo u dvostepenom procesu profita. U prvom nivou operativni leveridž povećava efekte promene prihoda od prodaje na promene poslovnog profita. U drugom nivou finansijski leveridž se može upotrebiti za dalje povećanje efekata svake rezultirajuće promene poslovnog profita na zaradu po akciji.
- EBIT-EPS analiza prelomne tačke ili analiza indiferentnosti koristi se za proučavanje efekta finansijskih alternativa na zaradu po akciji. Prelomna tačka je nivo EBIT-a gde je EPS isti za dve (ili više) alternative. Što je očekivani nivo EBIT-a veći, pod pretpostavkom da je iznad tačke indiferencije, jači je podsticaj za upotrebu finansiranja zaduživanja, ako su sve ostale stvari nepromenjene. Osim toga, finansijski menadžeri bi trebalo da procene verovatnoću da će budući EBIT-i stvarno pasti ispod tačke indiferencije.
- Kvantitativna mera osetljivosti zarade po akciji preduzeća na promenu u poslovnom profitu preduzeća zove se nivo finansijskog leveridža (DFL). DFL na određenom nivou poslovnog profita je procentualna promena zarade po akciji u odnosu na procentualnu promenu u poslovnom profitu koja uzrokuje promene u zaradi po akciji.
- Kada se finansijski leveridž kombinuje sa operativnim leveridžom, dobijeni rezultat se naziva ukupni (ili kombinovani) leveridž. Kvantitativna mera ukupne osetljivosti zarade po akciji preduzeća na promenu prihoda od prodaje preduzeća zove se nivo ukupnog leveridža (DTL). DTL preduzeća na određenom nivou proizvodnje (ili prihoda od prodaje) jednak je procentualnoj proceni zarade po akciji u odnosu na procentualnu promenu proizvodnje (ili prihoda od prodaje) koja uzrokuje promenu zarade po akciji.
- Kada se određuje odgovarajući finansijski leveridž za preduzeće mora se proceniti sposobnost novčanih tokova za otplatu duga. Kapacitet zaduživanja preduzeća može se proceniti analizom racija pokrića i verovatnoće novčane insolventnosti u okviru različitih nivoa duga.
- Druge metode analize odgovarajuće finansijske kombinacije obuhvataju poređenje racija strukture kapitala preduzeća drugih kompanija koje imaju sličan poslovni rizik, istraživanja analitičara za investicije i poverilaca i procenu učinka odluke o finansijskom leveridžu na rangiranje hartija od vrednosti preduzeća. U donošenju odluke o odgovarajućoj strukturi kapitala, treba razmotriti sve te faktore. Osim toga, odluku bi trebalo doneti u skladu sa određenim konceptima uključenim u procene vrednosti. Ti koncepti se razmatraju u sledećem poglavlju.

- Postoje brojna neslaganja u vezi sa tim da li preduzeće može da utiče na svoju ukupnu vrednost (dug plus akcijski kapital) i na svoje troškove kapitala promenom finansijske strukture.
- Tradicionalni pristup strukturi kapitala i proceni vrednosti smatra se da postoji optimalna struktura kapitala i da menadžment može da poveća ukupnu vrednost preduzeća (i tržišnu vrednost akcije) pametnom upotrebom finansijskog leveridža.
- Modiljani i Miler s druge strane, smatraju da, kad nema poreza i drugih tržišnih nesavršenosti, ukupna vrednost preduzeća i njegovi troškovi kapitala ne zavise od strukture kapitala.
- Njihova teza koja je jednaka pristupu pomoću neto poslovne dobiti (NOI), zasniva na činjenici da postoji očuvanje investicione vrednosti. Bez obzira na kako podelite vrednost investicionog kolača na potraživanja između duga i akcijskog kapitala, ceo kolač (ili investiciona vrednost preduzeća) ostaje ista. Stoga se kaže da je leveridž beznačajan. Dokaz njihove teze zasniva se na procesu arbitraže.
- U svetu poreza na dobit korporacija, upotreba duga ima znatnu prednost i možemo izračunati sadašnju vrednost koristi od poreske zaštite duga. Ta prednost se umanjuje nesigurnošću poreske zaštite, naročito kad je finansijski leveridž veoma visok.
- Kombinacija neto poreskog efekta sa troškovima bankrota i agencijskim troškovima dovešće do optimalne strukture kapitala. Druge tržišne nesavršenosti narušavaju ravnotežu cena hartije od vrednosti koja se zasniva na očekivanom prinosu i riziku. Zbog toga finansijski leveridž može da utiče na vrednost preduzeća.
- Finansijsko signaliziranje nastaje kada promene u strukturi kapitala pružaju informacije vlasnicima hartija od vrednosti. Ponašanje menadžmenta koje dovodi do nove emisije duga, investitori ocenjuju kao "dobru vest", dok se nova emisija akcija smatra "lošom vešću".
- Ako su dividende irelevantne kao što tvrdi Modiljani i Miler, preduzeće bi trebalo da zadrži samo onu zaradu koja mu omogućuje prihvatljivo investiranje. Ako ne postoji dovoljno dobre investicione prilike koje bi obezbedila prinose veće od zahtevanih, neiskorišćena sredstva bi trebalo isplatiti kao dividende.
- U slučaju savršenih tržišta kapitala i bez poreza, akcionari mogu sami da "proizvedu" dividende. U tom slučaju je irelevantna isplata dividendi. U slučaju nejednakih poreza (u terminima sadašnje vrednosti) na novčane dividende i kapitalne dobitke, očigledno je da prednost imaju zadržane zarade.
- Zbog tržišne nesavršenosti u obliku troškova kotacije, zadržana zarada može imati prednost jer je to "interno" finansiranje glavnicom jeftinije od "eksternog" finansiranja glavnicom (emisije novih akcija) koje se upotrebljava da nadoknadi sredstva izgubljena isplatom dividendi u novcu. S druge strane, investiciona ograničenja u radu finansijskih institucija deluje u smeru preferi-

ranja dividendi. I ostale tržišne nesavršenosti deluju u smeru preferiranja dividendi. I ostale tržišne nesavršenosti deluju na politiku dividendi.

- U konačnoj analizi finansijski stručnjaci nemaju jedinstven stav o tome da li bi isplata dividendi trebalo da bude nešto viša od pasivne varijabile odlučivanja. Većina teoretičara smatra da ne bi. Većina kompanija priznaje da se ponaša tako da smatra da je politika dividendi relevantna, ali argumenti još uvek nisu uverljivi.
- Kad je kompanija suočena sa odlukama o dividendi, menadžerska razmatranja uključuju zakonska pravila, potražnju preduzeća sa sredstvima, poslovni rizik, likvidnost, sposobnost pozajmljivanja, procenu informacija o vrednosti, kontrolu i ograničenja ugovora o zaduživanju.
- Mnogi ljudi smatraju da stabilnost dividendi pozitivno deluje na tržišnu cenu akcije. Stabilne dividende mogu da uklone nesigurnost kod investitora, posebno kada dođe do pada zarade po akciji. Stabilne dividende takođe mogu da imaju pozitivan učinak na one investitore koje zanima tekući periodični prihod. Čini se da mnoge kompanije slede politiku ciljnog odnosa isplate dividendi, povećavajući dividende samo kada smatraju da se povećanje u zaradama može održati. Upotreba vanrednih dividendi omogućuje kompaniji sa cikličnim poslovanjem da održi stabilnost redovnih dividendi i isplatu dodatnih dividendi kad god je zarada neobično velika.
- Dividenda u akcijama, akcionarima isplaćuje dodatne akcije. Ona se često koristi da bi se zadržao novac i smanjio odnos isplate novčane dividende. Teorijski, za dividende u akcijama/usitnjavanje samo po sebi nema neku veliku vrednost ako se isplata novčanih dividendi ne poveća.
- Kada se stvarno želi smanjiti tržišna cena akcije, upotrebljava se usitnjavanje akcija ili veliki udeo dividendi u akcijama. U slučaju usitnjavanja, broj akcija se povećava s obzirom na uslove usitnjavanja. To znači da se, na primer, kod usitnjavanja 3 za 1 broj akcija koje su u prometu utrostručuje.
- Čini se da dividende u akcijama i usitnjene akcije imaju informacioni ili efekat signalizacije. Cena akcije raste u vreme objave dividendi u akcijama/usitnjavanja što daje pozitivan signal. Tržište posmatra dividende u akcijama/usitnjavanje kao vodeći indikator većih novčani dividendi i veće moći zarade. Kod ukrupnjavanja akcija smanjuje se broj akcija koje se nalaze u prometu, a signal koje tržište obično dobija je negativan.
- Otkup sopstvenih akcija od kompanije treba posmatrati kao deo njene dividendne politike kada preduzeće ima više sredstava nego što mu treba za sadašnje i sagledive buduće investicije. Upotreba viška sredstava za otkup akcija je alternativni način njihove raspodele u obliku dividende u novcu.
- Kad postoje razlike (u terminima sadašnje vrednosti) u poreskom tretmanu dividendi u novcu i kapitalnih dobitaka otkup dividendi ima poresku prednost. Zbog ograničenja koje nameće poreska uprava, redovni otkup akcija ne može se upotrebljavati umesto redovnih dividendi.

- Proces isplate dividendi počinje sa upravnim odborom koji određenog datuma (datum objave) objavljuje dividendu, koja će se kasnije isplatiti (datum isplate) akcionarima koji su evidentirani određenog datuma (datum evidentiranja). Na datum koji prethodi dva dana pre datuma evidentiranja (datum bez dividendi), akcija se "odvaja" od dividende – što znači da se akcijom trguje bez prava na objavljenu dividendu.
- Planovi reinvestiranja dividendi (DRIP) omogućuju akcionarima da automatski reinvestiraju isplaćene dividende u dodatne akcije kompanije.
- Kada kompanije finansiranju svoje dugoročne potrebe eksterno, mogu da koriste tri osnovne metode: javnu emisiju hartija od vrednosti prodatih preko investicionih bankara, privilegovani upis za postojeće akcionare kompanije privatni plasman institucionalnim investitorima.
- Kad kompanija emituje hartije od vrednosti javnosti obično koriste usluge investicionog bankara. Osnovne funkcije investicionog bankara su snošenje rizika, ili pokroviteljstvo i prodaja hartija od vrednosti. Za izvršenje ovih funkcija investicioni bankari su plaćeni razlikom između cene koju oni plaćaju za hartije od vrednosti i cene po kojoj ih oni prodaju investitorima.
- Javno emitovanje može biti tradicionalno (čvrsta namera) pokroviteljstvo u emisiji hartija od vrednosti: ponuda po najboljim uslovima; ili u slučaju velikih korporacija, registracija kad kompanija prodaje hartije od vrednosti "s police" bez zastoja povezanih sa dugotrajnim procesom registracije. Umesto toga, SEC-u se prilože samo amandmani. Ne samo da je registraciona emisija brža, već je trošak takve emisije mnogo manji nego u drugom slučaju.
- Kompanija svojim akcionarima može da pruži prvu priliku kupovine nove emisije hartija od vrednosti na osnovu privilegovanog upisa. Taj tip emisije takođe je poznat kao ponuda prava, zato što postojeći akcionari primaju jedno pravo (upisa) za svaku akciju koju poseduju. Pravo predstavlja kratkoročnu opciju kupovine nove hartije od vrednosti po upisnoj ceni. Potreban je određeni broj prava za kupovinu hartija od vrednosti.
- Ponude hartija od vrednosti javnosti ili ponude na osnovu privilegovanog upisa moraju ispunjavati federalne i državne zakone. Agencija koja primenjuje te federalna zakone je Komisija za hartije od vrednosti (Securities and Exchange Commission – SEC) koja prodaje nove hartije od vrednosti i trguje postojećim na sekundarnom tržištu.
- Umesto prodaje novih hartija od vrednosti javnosti ili postojećim akcionarima, korporacija ih može prodavati privatno institucionalnim investitorima ili manjoj grupi takvih investitora. Kod privatnog plasmana kompanija se pogađa direktno sa investitorima. Nema pokroviteljstva u emisiji hartija od vrednosti, ni registracije kod SEC-a. Privatni plasman je u suštini fleksibilan i pruža srednje velikoj, pa čak i manjoj kompaniji mogućnost da proda svoje hartije od vrednosti. Zbog toga, a delimično i zbog mogućnosti velikih institucionalnih

investitora da prodaju te privatne plasmane jedan drugome na sekundarnom tržištu, takve ponude su postale važnije poslednjih godina.

- U početku rada kompaniji treba finansijska pomoć. Jedan izvor je rizičan kapitalista koji se specijalizovao u finansiranju novih preduzeća. Ako je kompanija uspešna, često će izaći "u javnosti" sa inicijalnom javnom ponudom (initial public offering – IPO) običnih akcija.
- Najava emitovanja duga ili akcija može biti praćena reakcijom tržišta akcija. Ta najava može da sadrži informaciju o budućem toku novca kompanije ili informaciju o menadžmentu o potcenjenosti ili precenjenosti akcija. Empirijski podaci podržavaju obe ove ideje, što znači da finansijski menadžer mora da bude oprezan sa efektima informacija kada se izdaju nove hartije od vrednosti.
- Kupovina i prodaja postojećih akcija i obveznica događa se na sekundarnom tržištu. Postojanje uhodanog sekundarnog tržišta povećava likvidnost već izdatih hartija od vrednosti. Bez te likvidnosti, firme koje izdaju nove hartije od vrednosti morale bi da plate više prinose jer bi investitori imali problema sa pronalaskom tržišta za preprodaju svojih akcija i obveznica.
- Obveznica je dugoročni instrument duga koji obično dospeva za 10 ili više godina. Osnovni pojmovi koji se odnose na obveznice uključuju nominalnu vrednost, kuponsku kamatu i dospeće.
- Opunomoćenik je osoba ili institucija koju odabere izdavalac obveznice kao zakonski predstavnik vlasnika obveznice, dok je ugovor o kreditu pravni ugovor između korporacije koja izdaje obveznice i vlasnika obveznice koji utvrđuje uslove emisije obveznica i imenovanje opunomoćenika.
- Obveznice se mogu izdati po neosiguranoj ili osiguranoj (podržana imovinom) osnovi. Dugoročne neosigurane obveznice, subordinirane obveznice i prihodne obveznice čine glavne kategorije neosiguranih obveznica, dok su hipotekarne obveznice najčešći oblik osiguranog dugoročnog instrumenta duga.
- Povlačenje (isplata) obveznica može se izvršiti na različite načine. Na primer, obveznice se mogu povući isplatom jedne velike sume po dospeću, konverzijom ako su konvertabilne, opozivom ako obveznice imaju to svojstvo ili isplatom u ratama. Isplata duga u ratama moguća je ako je uključen amortizacioni fond ili emisija serijske obveznice.
- Povlašćena akcija je hibridni oblik hartije od vrednosti koji ima karakteristike i duga i obične akcije. Plaćanje dividendi nije zakonska već diskreciona obaveza, premda mnoge kompanije smatraju fiksnom obavezom. Potraživanja povlašćenih akcionara dolaze posle potraživanja poverilaca za imovinom ili prihodom, ali pre potraživanja vlasnika običnih akcija.
- Povlašćena akcija poput obične akcije, nema dospeća. Ali povlačenje povlašćene akcije može se ostvariti pomoću mogućnosti opoziva, amortizacionog fonda, ili konverzije.
- Zbog opšteg 70%-nog izuzeća dividendi za korporativnog investitora, povlašćena akcija obično ima niži prinos nego korporativna obveznica. Posebno

zanimljiva za portfelje utrživih hartija od vrednosti korporacija je povlašćena akcija tržišta novca (money market preferred stock / MMP). Osnovni nedostatak povlašćene akcije za izdavaoca je nemogućnost otpisa isplaćenih povlašćenih akcija u poreske svrhe.

- Vlasnici običnih akcija neke kompanije su njeni potpuni vlasnici. Kao takvi, imaju pravo na udeo u ostatku zarade kompanije ako su gotovinske dividende isplaćene. Kao vlasnici, pak, oni imaju samo pravo na ostatak potraživanja za imovinom u slučaju stečaja.
- Vlasnici običnih akcija takođe imaju pravo glasa o menadžmentu putem upravnog odbora koji oni biraju. Mnogi akcionari glasaju putem punomoćja. Članovi nadzornog odbora biraju se bilo po sistemu većinskog glasanja ili sistemu kumulativnog glasanja. Sistem kumulativnog glasanja daje manjinskim interesima veću šansu da postigne predstavljanje u upravnom odboru.
- Dugoročni zajam je dug koji je izvorno planiran za otplatu dužu od 1 godine, ali uglavnom kraću od 10 godina.
- Komercijalne banke, osiguravajuće kompanije i drugi institucionalni investitori daju dugoročne zajmove poslovnim firmama. Banke takođe odobravaju finansiranje putem revolving kredita, koji predstavlja formalnu obavezu banke da odobri zajam do određene svote novca u nekom određenom vremenskom periodu.
- Zajmodavci koji nude neosigurane zajmove obično zajmoprimcu nameću neka ograničenja. Ta ograničenja se nazivaju zaštitne obaveze i sadržane u ugovoru o zajmu. Ako zajmoprimac ne izvrši obavezu plaćanja po bilo kojoj odredbi ugovora o zajmu, zajmodavac može da preduzme trenutne mere naplate.
- Po osiguranoj osnovi, firma može doći do srednjoročnog finansiranja zalažući opremu koju ili poseduje ili upravo kupuje. Banke, finansijske kompanije i prodavci takve opreme omogućuju korišćenje takvog načina osiguranog finansiranja.
- U finansiranju zakupom, zakupac (onaj koji uzima u zakup) slaže se sa tim da zajmodavcu (vlasniku) periodično plaća za ekonomsko korišćenje zakupodavčeve imovine. Zbog ove ugovorene obaveze, zakup se smatra načinom finansiranja koji je sličan zajmu.
- Finansijski lizing može da obuhvati kupovinu imovine direktnim zakupom, aranžmanom prodaje i povratnog zakupa, ili zakupom unajmljenim sredstvima.
- Jedan od glavnih ekonomskih razloga za zakup jeste nemogućnost firme da iskoristi sve poreske koristi vezane za vlasništvo imovine. To se može dogoditi zbog (1) neprofitabilnog poslovanja, (2) uredbi o alternativnom minimalnom porezu (AMT) ili (3) nedovoljne zarade da bi se efikasno iskoristile sve moguće poreske koristi.
- Konvertibilne hartije od vrednosti, zamenjive hartije od vrednosti i varanti jesu opcije po kojima njihov vlasnik može doći do običnih akcija.

- Konvertibilna akcija od vrednosti jeste obveznica ili povlašćena akcija koja se može pretvoriti, kao opcija njenog vlasnika, u običnu akciju iste kompanije. Za kompaniju koja ih emituje, konvertibilne hartije od vrednosti često predstavljaju "odloženo" finansiranje običnim akcijama. Za određenu svotu finansiranja, manje je razvodnjenje emisijom konvertibilnih hartija od vrednosti nego emisijom običnih akcija, pretpostavljajući da se konvertibilna hartija od vrednosti u završnici konvertuje, a da nije jednostavno ostavljena da "visi".
- Kao hibridna hartija od vrednosti, konvertibilna obveznica ima prag stvarne vrednosti obveznice i konverzionu ili akcijsku vrednost. Kao rezultat, distribucija mogućih prinosa vlasniku hartija od vrednosti pomerena je udesno i postoji odnos (trade off) između ta dva činioca.
- Zamenjiva obveznica može se zameniti za obične akcije druge korporacije. Ponaša se kao konvertibilna hartija od vrednosti u svojim osnovama procene sa nekoliko izuzetaka. Taj način finansiranja primenjiv je za kompanije koje imaju vlasničke udele u drugoj kompaniji.
- Varant je opcija kupovine običnih akcija po određenoj izvršnoj ceni (obično višoj od tržišne cene u vreme izdavanja varanta) u određenom vremenskom roku (koji često traje godinama, a u nekim slučajevima večno).
- Svojstvo konverzije i zamene omogućuje investitoru da transferiše instrument duga ili povlašćenu akciju u običnu akciju, dok varant koji je priključen obveznici daje vlasniku pravo da kupi određeni broj akcija po određenoj ceni. Kod varanta, izvršenje opcije ne znači eliminaciju obveznice.
- Restrukturisanje korporacije obuhvata mnoge teme: integracije; strategijske alijanse; uključujući zajednička ulaganja; dezinvestiranje uključujući likvidaciju, prodaju, izdvajanja, te umanjenje vlasništva nad kapitalom; kao i restrukturisanje vlasništva, poput privatizacije javne kompanije i leveridžnog otkupa. Motiv u svim slučajevima bi trebalo da bude poboljšanje akcionarskog bogatstva.
- Izvori stvaranja vrednosti kod korporacionog restrukturisanja su: poboljšanje prodaje i poslovnih ekonomija, poboljšanje menadžmenta, uticaji informacija, transferi bogatstva od vlasnika duga i poreske koristi. Kod preuzimanja, preagresivno nadmetanje (kao rezultat oholosti i/ili ispunjenja ličnih ciljeva menadžmenta) često uzrokuje smanjenje bogatstva akcionara kupljene kompanije.
- Kompanija može da raste akvizicijama iznutra ili spolja. Cilj kompanije u bilo kojem slučaja je povećanje postojećeg akcionarskog bogatstva. Obe vrste razvoja mogu se tretirati kao posebni oblici odluka o kapitalnom budžetiranju. Kriterijum prihvatanja je u suštini isti – kapital treba raspoređivati kako bi povećao bogatstvo akcionara.
- Postoje dva uobičajena pristupa analizi akvizicije. Kod principa zarade po akciji, pitanje je da li bi zarada po akciji bila poboljšana sada ili u budućnosti. Kod pristupa slobodnog toka novca, pitanje je ima li očekivani neto tok novca sadašnju vrednost iznad troškova akvizicije. Uglavnom, pristup novčanim

tokom gleda procenu vrednosti akvizicije na duži rok, dok se pristup zarade po akciji usredsređuje na kratak rok. Mogu se dati jaki argumenti za korišćenje oba pristupa.

- Empirijski dokaz o akviziciji pokazuju znatan višak prinosa akcionarima kompanije koja prodaje, što je posledica znatne premije koja im je isplaćena, bez ikakvog viška prinosa za akcionare kompanije koja kupuje.
- Druga kompanija se može kupiti kupovinom ili njene imovine ili njenih akcija. Zato načini plaćanja mogu biti gotovina ili obične akcije. Pre objave Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) 141 iz 2001. u SAD-u, kombinacija dveju kompanija se smatrala ili kao kupovina ili kao udruživanje interesa. SFAS 141 eliminiše metodu udruživanja interesa, dopuštajući samo metodu kupovine za integracije i akvizicije. I sada, kod kupovine, bilo kakav ugled koji dolazi od kombinacije mora se testirati najmanje jednom godišnje zbog uvećanja (ili smanjenja).
- Akvizicija druge kompanije može da se dogovori sa menadžmentom moguće akvizicije, ili kompanija koja kupuje može direktno ići akcionarima javnom ponudom za kupovinu njihovih akcija. Tim "neprijateljskim" preuzimanjem obično se suprotstavlja menadžment. Postoje brojna sredstva protiv preuzimanja. Neka imaju negativne učinke na bogatstvo akcionara.
- Kompanija može uključivati da li da se restrukturiše dezinvestiranjem dela svog preduzeća ili potpunom likvidacijom. Dobrovoljne likvidacije, prodaje, izdvajanja i umanjivanja vlasništva nad kapitalom neke su od glavnih mogućih opcija za firmu. Uglavnom, dezintervenisanje ima pozitivan informacioni učinak, dok dobrovoljna likvidacija ima najveći.
- Jedan način privatizacije jeste leveridžni otkup. Tu se velika suma duga koristi za finansiranje gotovinske kupovine jednog odeljenja kompanije ili cele kompanije. Time je obuhvaćen i stariji dug, osiguran imovinom, i mlađi podređeni dug. Zbog male osnove kapitala, leveridžni otkupi su rizični. Potreban je mali negativan uticaj na delatnost il kamatnu stopu pa da se dogodi propast.
- Finansijski menadžer je sve više uključen u globalno poslovanje i finansijska tržišta. Globalizacija poslovanja znači da se investicione i finansijske odluke moraju donositi u međunarodnom okruženju. Međunarodno kapitalno budžetiranje obuhvata, na primer, procenu budućih kurseva dve valute.
- Proširenje poslovanja van granica se preduzima kako bi se osvojila nova tržišta, nabavila jeftinija postrojenja i osigurale sirovine. Zbog tržišne segmentacije, inostrani projekti ponekad omogućavaju smanjenje rizika koje u domaćim projektima nije moguće.
- U svojim inostranim operacijama, kompanija je izložena trima vrstama kursnih rizika: riziku menjačkih poslova, transakcijom i ekonomskom riziku. Rizik menjačkih poslova jeste promena u računovodstvenoj dobiti i bilansu stanja koja je nastala zbog računovodstvenog postupka inostrane zavisne kompanije. Transakcijski rizik se odnosi na ugovaranje određene transakcije, kao kod

otvorenog računa koji se koristi po jednom kursu, a sama je obaveza izvorno knjižena po drugom. Ekonomski rizik se odnosi na uticaj nepredviđenih promena kursa na buduće očekivane tokove novca, a time i na ekonomsku vrednost preduzeća.

- Postoje brojni načini za upravljanje kursnim rizicima. Prirodne hedž zaštite, upravljanje gotovinom, prilagođavanje unutarkompanijskih računa, kao i hedž zaštita kod međunarodnog finansiranja i zaštita na valutnom tržištu terminskim ugovorima, fjučersima, valutnim operacijama i valutnim zamenama, svi služe istoj svrsi.
- Prirodne hedž zaštite podrazumevaju kompenzaciju između prihoda i troškova, s obzirom na razliku u osetljivosti na kursne promene. Prirodne hedž zaštite zavise od stepena globalne ili domaće zavisnosti cena i troškova.
- Kompanija se takođe može zaštititi uravnoteženjem monetarne imovine i obaveza i prilagođavanjem unutarkompanijskih računa. Može se zaštititi finansiranjem u različitim valutama. Glavni izvori međunarodnog finansiranja su zajmovi komercijalnih banaka, diskontirane trgovačke menice, eurodolari i međunarodne obveznice.
- Hedž zaštite na valutnom tržištu obuhvataju terminske ugovore, fjučerse, valutne opcije i valutne zamene. Kod prve zaštite, terminskim ugovorom menja se jedna valuta za drugu na određeni datum u budućnosti i po kursu koji se unapred ugovara. Kod ove zaštite postoji trošak koji je određen razlikom u terminskom i trenutnom kursu. Valutni fjučersi su po funkciji slični terminskim ugovorima, ali postoje razlike u nameri i drugim karakteristikama. Valutne opcije pružaju zaštitu protiv negativnih kursnih kretanja, za šta se plaća premija za pravo, ali ne i obavezu izvršenja opcije. Oni su pogodni za "jednostrani" rizik. Konačno, valutne zamene su važno sredstvo za dugoročnu zaštitu od rizika. Ovde, dve strane izmenjuju dugovne obaveze u različitim valutama.
- Dve povezane teorije bolje objašnjavaju povezanost između inflacije, kamatne stope i kursa. Paritet kupovine moći je teorija prema kojoj bi istu korpu dobara trebalo prodavati u celom svetu po istoj ceni, nakon što se uzmu u obzir razlike u kursevima. Prema teoriji kamatnog pariteta, razlika između terminskog i trenutnog kursa valute može se objasniti razlikama između nominalnih kamata dve zemlje.

MONETARNA EKONOMIJA, BANKARSTVO I FINANSIJSKA TRŽIŠTA: REZIME[1490]

- Aktivnosti na finansijskom tržištu direktno utiču na vrednost imovine pojedinca, ponašanje poslovnih organizacija i efikasnost privrede. Posebnu pažnju zaslužuju tri tipa finansijskih tržišta: tržište obveznica (na kome se utvrđuju kamatne stope), tržište akcija (koje najviše utiče na vrednost imovine ljudi, kao i na investicione odluke firmi) i devizno tržište (zbog toga što fluktuacije deviznog kursa bitno utiču na američku privredu).
- Banke i ostale finansijske institucije usmeravaju sredstva ljudi koji ta sredstva ne angažuju ka onima koji to čine i na taj način imaju suštinsku ulogu u poboljšanju efikasnosti ekonomije.
- Novac izgleda najviše utiče na inflaciju, poslovne cikluse i kamatne stope. S obzirom na izuzetnu važnost tih ekonomskih varijabili za vitalnost ekonomije, moramo razumeti kako se sprovodi monetarna politika i kako je treba sprovoditi. Takođe moramo razumeti i vladinu fiskalnu politiku jer ona može biti bitan faktor u sprovođenju monetarne politike.
- Osnovna funkcija finansijskih tržišta je usmeravanje sredstava od onih štediša koji imaju višak sredstava ka korisnicima koji imaju višak sredstava. Finansijska tržišta to čine putem direktnog finansiranja, kada zajmoprimci pozajmljuju sredstva neposredno od zajmodavca tako što im prodaju hartije od vrednosti ili putem indirektnog finansiranja, u kome finansijski posrednik pomaže u transferu sredstava između zajmodavaca - štediša i zajmoprimaca - korisnika. Takvo usmeravanje sredstava poboljšava blagostanje svih članova društva jer omogućava da se sredstva kreću od lica koja nemaju povoljnih investicionih prilika ka onima koji takve prilike imaju. To doprinosi povećanju efikasnosti u privredi. Usmeravanje sredstava značajno je za potrošače jer im omogućava da obave kupovinu kada imje ona najpotrebnija.
- Finansijska tržišta se mogu klasifikovati kao tržišta hartija od vrednosti, dužničkih i vlasničkih, primarna i sekundarna tržišta, berze i vanberzanska tržišta, tržišta novca i kapitala.
- Sve veća internacionalizacija finansijskih tržišta proteklih godina važan je trend. Evro-obveznice, denominovane u valuti koja se razlikuju od valute zemlje u kojoj se prodaju, potisnule su američke korporativne obveznice kao novi izvor sredstava i sada su dominantne hartije od vrednosti na međunarodnom tržištu obveznica. Evro - dolari, tj. američki dolari deponovani u stranim bankama, važan su izvor sredstava za američke banke.

[1490] Izvor: Frederic S. Mishkin, MONETARNA EKONOMIJA, BANKARSTVO I FINANSIJSKA TRŽIŠTA, DATA STATUS, Beograd, 2006.

- Finansijski posrednici su finansijske institucije koje do sredstava dolaze tako što emituju hartije od vrednosti, a dobijena sredstva koriste da bi ostvarili prihod tako što kupuju hartije od vrednosti ili odobravaju kredite. Finansijski posrednici imaju značajnu ulogu u finansijskom sistemu jer smanjuju transakcione troškove, omogućavaju podelu rizika i rešavaju probleme do kojih dolazi usled negativne selekcije i moralnog hazarda. Oni omogućavaju malim štedišama i zajmoprimcima da iskoriste postojanje finansijskih tržišta, čime se povećava efikasnost privrede.
- Glavni finansijski posrednici su: a) banke - komercijalne banke, štedno - kreditne organizacije, štedionice i kreditne unije; b) institucije ugovorne štednje - kompanije za životno osiguranje, kompanije za neživotno osiguranje i penzioni fondovi; c) investicioni posrednic - finansijske kompanije, investicioni fondovi i investicioni fondovi tržišta novca.
- Vlada reguliše finansijska tržišta i finansijske posrednike da bi investitorima povećala broj raspoloživih informacija i da bi obezbedila stabilnost finansijskog sistema. Regulative obuhvataju zahtev za javnim objavljivanjem informacija, ograničenja po pitanju toga ko može biti finansijski posrednik, ograničavanja po pitanju vrste aktive kojom finansijski posrednici mogu raspolagati, osiguranje depozita, zahteve za obaveznim rezervama i utvrđivanje maksimalnih kamata koje mogu biti plaćene na transakcione depozite.
- Za ekonomiste, reč *novac* ima drugačije značenje od reči *dohodak* ili *bogatstvo*. Novcem se smatra svako opšte prihvaćeno sredstvo plaćanja dobara i usluga, kao i prilikom otplate dugova.
- Novac ima tri osnovne funkcije: sredstvo je razmene, obračunska jedinica i sredstvo očuvanja vrednosti. Kao sredstvom razmene, novcem se izbegavaju problemi koji postoje u naturalnoj privredi jer se transakcioni troškovi smanjuju, a podstiče se specijalizacija i podela rada. Kao obračunska jedinica, novac utiče na smanjenje broja cena koje su u ekonomiji potrebne, a to takođe smanjuje transakcione troškove. Novac ima funkciju očuvanja vrednosti, ali mu je to slaba uloga ukoliko zbog inflacije brzo gubi vrednost.
- Platni sistem se vremenom razvio. Do pre nekoliko stotina godina, platni sistem u svim društvima, osim najprimitivnijim, bio je zasnovan prevashodno na plemenitim metalima. Uvođenje papirnih novčanica smanjilo je troškove transporta novca. Napredak se potom ogledao u uvođenju čekova, što je još smanjilo transakcione troškove. Danas se krećemo ka sistemu elektronskog plaćanja u kome se papir izbacuje iz upotrebe, a sve transakcije obavljaju putem računara. Uprkos mogućoj efikasnosti takvog sistema, postoje prepreke u kretanju ka bezgotovinskom društvu i u razvoju novih formi elektronskog novca.
- Sistem federalnih rezervi je definisao tri različite mere novčane mase - M1, M2 i M3. Te mere nisu ekvivalentne i nemaju uvek ujednačeno kretanje, te ih kreatori politike ne mogu naizmenično koristiti. Dobijanje preciznih, tačnih

mera novca, odnosno definicija novčane mase, značajno je i utiče na sprovođenje monetarne politike.

- Drugi problem u merenju novca, odnosno definianju novčane mase, ogleda se u tome što podaci nisu uvek precizni koliko bismo želeli da budu. Podaci se revidiraju i revizije ukazuju na to da početni podaci o novčanoj masi nisu pouzdan pokazatelj njenih kratkoročnih kretanja (recimo od jednog do drugog meseca), ali su pouzdaniji u dužim periodima, npr. godini dana.
- Prinos do dospeća, mera koja najpreciznije odražava kamatnu stopu, ustvari je kamatna stopa koja izjednačava sadašnju vrednost budućih isplata nekog dužničkog instrumenta s njegovom današnjom cenom. Primena ovog principa otkriva nam da između cena obveznica i kamatnih stopa postoji negativna korelacija: kada kamatne stope rastu, cena obveznica mora opasti i obrnuto.
- Obično se koriste i dve manje pouzdane mere kamatnih stopa kada se navode kamatne stope na kuponske obveznice i obveznice s diskontom. Tekući prinos, koji je jednak kuponskoj isplati podeljenoj s cenom kuponske obveznice, manje je pouzdana mera prinosa do dospeća što je kraći rok dospeća obveznice, a veća razlika između cene i nominalne vrednosti. Prinos na bazi diskonta (koji se naziva i diskontnim prinosom) prikazuje prinos do dospeća kod obveznica s diskontom manjim nego što on zaista jeste, a razlika se povećava što je rok dospeća takve obveznice duži. Iako ove mere navode na pogrešne zaključke o visini kamatne stope, njihova promena uvek je pokazatelj da se i prinos do dospeća menja u istom smeru.
- Prinos neke hartije od vrednosti, koji ukazuje na to koliko se vaše investiranje isplatilo u određenom periodu, može znatno da se razlikuje od kamatne stope merene na osnovu prinosa do dospeća. Cene dugoročnih obveznica podložne su značajnim fluktuacijama kada se kamatne stope promene i samim tim nose kamatni rizik. Kapitalna dobit ili gubitak, koji iz toga proističu, mogu biti veliki, pa se zato dugoročne obveznice ne smatraju sigurnom aktivom sa sigurnim prinosom.
- Realna kamatna stopa definiše se kao razlika između nominalne kamatne stope i očekivane stope inflacije. Ona je bolji pokazatelj interesovanja za zaduživanje i kreditiranje, kao i uslova na kreditnom tržištu, nego što je to nominalna kamatna stopa.
- Teorija tražnje aktive pokazuje nam da je količina tražnje neke aktive (imovine) u a) pozitivnoj korelaciji s bogastvom, b) pozitivnoj korelaciji sa očekivanim prinosom te vrste aktive u odnosu na alternativnu aktivu, c) negativnoj korelaciji s rizikom te aktive u odnosu na alternativnu aktivu i u d) pozitivnoj korelaciji s likvidnošću te aktive u odnosu na alternativnu aktivu.
- Analiza ponude i tražnje obveznica, koja se često naziva teorijom pozajmljivih fondova, predstavlja jednu teoriju o tome kako se određuju kamatne stope. Ona predviđa da će se kamatne stope promeniti kada dođe do promene u tražnji usled promena u dohotku (ili bogastvu), očekivanom prinosu riziku

ili likvidnosti ili kada dođe do promene u ponudi usled promena u primamljivosti investicionih prilika, realnim troškovima kredita ili aktivnostima vlade.

- Druga teorija o tome kako se određuju kamatne stope, koju nazivamo teorijom preferencije likvidnosti, analizira ponudu i tražnju novca. Ona ukazuje na to da će se kamatne stope promeniti kada dođe do promene u tražnji novca usled promena u dohotku ili nivou cena ili kada dođe do promene u ceni novca.
- Postoje četiri moguća efekta povećanja novčane mase na kamatne stope: efekat likvidnosti, efekat dohotka, efekat nivoa cena i efekat očekivane inflacije. Efekat likvidnosti ukazuje na to da će povećanje stope rasta novčane mase dovesti do pada kamatnih stopa; ostali efekti ukazuju na suprotno. Činjenice ukazuju na to da su efekti dohotka, nivoa cena i očekivane inflacije dominantniji od efekta likvidnosti tako da povećanje stope rasta novčane mase dovodi do povećanja pre nego do smanjenja kamatnih stopa.
- Tri faktora utiču na to da obveznice istog roka dospeća imaju različite kamatne stope: kreditni rizik, likvidnost i porez. Što je veći kreditni rizik neke obveznice, to je njena kamatna stopa viša u odnosu na kamatne stope drugih obveznica; što je neka obveznica likvidnija, to je njena kamatna stopa niža; obveznice oslobođene poreza imaće niže kamatne stope nego što bi inače imale. Veza između kamatnih stopa na obveznice istog roka dospeća do koje dolazi usled navedena tri faktora naziva se i *rizičnom strukturom kamatnih stopa.*
- Četiri teorije ročne strukture objašnjavaju vezu između kamatnih stopa na obveznice različitih rokova dospeća. Prema teoriji očekivanja, dugoročne kamatne stope jednake su proseku budućih kratkoročnih kamatnih stopa koje se očekuju do roka dospeća obveznice; nasuprot tome, preme teoriji segmentiranih tržišta, određivanje kamatnih stopa obveznica bilo koga roka dospeća zavisi isključivo od ponude i tražnje na određenom tržištu. Nijedna od tih teorija ne objašnjava činjenicu da se kamatne stope na obveznice različitih rokova dospeća pomeraju zajedno tokom vremena i da krive prinosa obično imaju rastući oblik.
- Teorija premije likvidnosti i teorija perfercijalnog plasmana kombinuju karaktersistike obe prethodno navedene teorije i na taj način objašnjavaju upravo pomenute činjenice. Prema tim teorijama, dugoročne kamatne stope jednake su zbiru proseka budućih kratkoročnih kamatnih stopa koje se očekuju do roka dospeća obveznice i premije likvidnosti. Te teorije omogućavaju da, na osnovu krive prinosa, predvidimo očekivanje tržišta kada su u pitanju kretanja budućih kratkoročnih kamatnih stopa. Oštar uzlazni nagib krive prinosa ukazuje na to da se očekuje rast budućih kratkoročnih kamatnih stopa, blag uzlazni nagib krive prinosa ukazuje na to da se očekuje da kratkoročne kamate ostanu iste, a ravna kriva prinosa ukazuje na to da se očekuje blagi pad kratkoročnih kamatnih stopa, dok obrnuta kriva prinosa ukazuje na to da se očekuje značajan pad kratkoročnih kamatnih stopa u budućnosti.

- Vrednost akcije određuje se kao sadašnja vrednost budućih dividendi. Nažalost, ne možemo sa sigurnošću znati koliko će te dividende biti. To dovodi do velikog broja pri procenjivanju vrednosti. Gordonov model rasta je podjednostavljeni model vrednosti akcije i oslanja se na predpostavku da je stopa rasta dividende uvek ista. Pošto ne znamo kolko će dividende biti u budućnosti, ova predpostavka najčešće je najbolja moguća.
- Interakcija među onima koji trguju na tržištu često utiče na formiranje cene iz dana u dan. Lice koje najviše vrednuje određenu hartiju od vrednosti (što zbog manje neizvesnosti novčanih tokova, što zbog većih procenjenih novčanih tokova) nudiće najveću cenu. Kako se objavi nova informacija, investitori će iznova proceniti realnu vrednost određene hartije od vrednosti, pa će je kupiti ili prodati na osnovu poređenja tržišne cene i vrednosti koju sami procenjuju. Pošto male promene predviđenih stopa rasta ili zahtevanog prinosa uslovljavaju velike promene u ceni, ne čudi što su tržišta često volatilna.
- Hipoteza efikasnog tržišta ukazuje na to da tekuće cene hartija od vrednosti u potpunosti odražavaju sve raspoložive informacije jer na efikasnom tržištu ne postoje neiskorišćene profitabilne prilike. Eliminacija neiskorišćenih profitabilnih prilika, koja je neophodna da bi finansijsko tržište bilo efikasno, ne podrazumeva da svi učesnici na tržištu moraju biti dobro informisani.
- Hipoteza efikasnog tržišta ističe da udarne vesti, preporuke investicionih savetnika i tehnička analiza ne mogu pomoći investitoru da pobedi tržište. Preporuka investitorima je da se drže strategije ″kupovine i čuvanja″ - tj. da akcije kupuju i čuvaju u dužim periodima. Tome u prilog idu i empirijski podaci.
- Postoji osam tvrdnji u vezi s našom finansijskom strukturom. U prve četiri ističe se važnost finansijskih posrednika i manja važnost tržišta hartija od vrednosti u finansiranju kompanija; u petoj se ističe da su finansijska tržišta jedan od najčešće regulisanih sektora u privredi; u šestoj - samo velike, poznate kompanije imaju pristup tržištima hartija od vrednosti; u sedmoj – kolateral je veoma važna stavka dužničkih ugovora; a u osmoj - dužnički ugovori su veoma složena pravna dokumenta koja zajmoprimcu nameću stroga ograničenja.
- Transakcioni troškovi utiču na to da mnoge male štediše i zajmoprimci nisu neposredno uključeni na finansijska tržišta. Finansijski posrednici su u prilici da iskoriste ekonomiju obima i razviju ekspertizu kako bi smanjili transakcione troškove, čime svojim štedišama i zajmoprimcima omogućavaju da iskoriste finansijska tržišta.
- Asimetrične informacije su uzrok dva problema: negativne selekcije, problema koji se dešava pre nego što se transakcija obavi i moralnog hazarda, problema koji se dešava nakon transakcije. Negativna selekcija se odnosi na činjenicu da su lica koja predstavljaju loš kreditni rizik, upravo oni koji ih najčešće traže, a moralni hazard se odnosi na rizik u koji se zajmoprimac upušta, a koji iz ugla zajmodavca nije poželjan.

- Negativna selekcija ometa efikasno funkcionisanje finansijskih tržišta. Mogućnosti smanjenja problema negativne selekcije uključuju: privatno prikupljanje i prodaja informacija, vladine regulatorne mere radi povećenje informacija, finansijsko posredništvo i kolateral i neto vrednosti. Free - rider problem nastaje kada se ne plate, a iskoriste one informacije koje drugi imaju, odnosno koje su drugi platili. Taj problem objašnjava zato što finansijski posrednici, posebno banke, imaju važniju ulogu u finansiranju aktivnosti poslovnih organizacija nego tržišta hartija od vrednosti.
- Finansijske krize su najveći potresi finansijskih tržišta. Njh izaziva povećanje problema negativne selekcije i moralnog hazarda koji sprečavaju finansijska tržišta da sredstva usmere ka licima koja imaju dobre investicione prilike, što pak dovodi do ozbiljne kontrakcije privredne aktivnosti. Do finansijskih kriza dovodi pet faktora: povećanje kamatnih stopa, porast neizvesnosti, uticaji tržiša aktive na bilanse stanja, problemi u bankarskom sektoru i budžetski debalansi.
- Bilans stanja komercijalnih banaka može se posmatrati kao lista izvora i plasmana sredstava banke. Pasivu banke predstavljaju izvori njenih sredstava, a to su transakcioni depozit, oročeni depozit, eskontni krediti od Feda, zaduživanja kod drugih banaka i korporacija i kapital banke. Aktivu banke predstavljaju njen plasman sredstava, a tu spadaju rezerve, novčane jedinice u procesu naplate, depoziti u drugim bankama, hartije od vrednosti, krediti i ostala aktiva - imovina (uglavnom fizički kapital).
- Banke ostvaruju profite kroz proces transformacije sredstava: one se zadužuju na kraći period (primaju depozite), a pozajmljuju na duži period (odobravaju kredite). Kad banka preuzme dodatne depozite, ona dobija jednak iznos rezervi; kada ih pak isplaćuje; ona gubi jednak iznos rezervi.
- Iako se na osnovu likvidacije aktive ostvaruje manji prinos, banke je i dalje drže. Banke drže višak rezervi i sekundarne rezerve jer se na taj način obezbeđuju od troškova koje podrazumeva odliv depozita. Banke svojom aktivom upravljaju da bi uvećale profit tako što tragaju za najvećim mogućim prinosima na kredite i hartije od vrednosti, a istovremeno pokušavaju da smanje rizik i obezbede likvidnost. Iako je upravljanje pasivom nekada bilo zanemareno, velike banke (banke centara novca) danas aktivno tragaju za izvorima sredstava emitovanjem dužničkih instrumenata, poput prenosivih depozitnih certifikata ili stalnim zaduživanjem kod drugih banaka ili korporacija. Banke upravljaju kapitalom koji imaju da ne bi propale i da bi zadovoljile zahteve za visinom kapitala koji im nameću regulatorni organi. Međutim, one nerado drže veću kojičinu kapitala jer na taj način smanjuju prihode akcionarima.
- Koncepti negativne selekcije i moralnog hazarda objašnjavaju mnoge principe upravljanja kreditnim rizikom, kada su u pitanju aktivnosti kreditiranja: proveru i monitoring, uspostavljanje dugoročnih odnosa sa klijentima, kreditno obavezivanje, kolateral i kompenzacioni bilans, kao i racionisanje kredita.

- Nakon povećanja kolebljivosti kamatnih stopa tokom 1980-ih godina, finansijske institucije počele su više pažnje da posvećuju kamatnom riziku. Analize jaza i trajanja pomažu finansijskoj instituciji da ustanovi da li ima više kamatno osetljive pasive u odnosu na aktivu (pri čemu bi rast kamatnih stopa smanjio profit, a pad kamatnih stopa povećao profit). Finansijske institucije upravljaju kamatnim rizikom modifikovanjem svog bilansa stanja, ali mogu da koriste i strategije koje obuhvataju finnsijske derivate.
- Vanbilansne aktivnosti podrazumevaju trgovinu finansijskim instrumentima i generisanje prihoda na osnovu provizija i prodaje kredita, što utiče na profit banke, ali se ne iskazuje u bilansu stanja. Pošto vanbilansne aktivnosti izlažu banku većem riziku, njen menadžment mora posebno da obrati pažnju na proceduru procene rizika, kao i na intrnu kontrolu da bi sprečio zaposlene u previše različitim aktivnostima.
- Istorijat bankarstva u SAD uticao je na razvoj dvojnog bankarskog sistema koji danas postoji, pri čemu komercijalne banke mogu da dobiju ovlašćenja od države i federalne vlade. Mnogobrojna tela regulišu rad komercijalnih banaka: Služba za valutnu kontrolu, Federalne rezerve, FDIC i nadležni organi državne banke.
- Promena u ekonomskom okruženju stimuliše finansijske institucije na traganje za finansijskim inovacijama. Promene u uslovima tražnje, posebno povećanje bankarskog rizika; promene u uslovima ponude, posebno razvoj informacionih tehnologija; kao i želja da se izbegnu stroge regulative koje podrazumevaju visoke troškove, predstavljaju glavne motive za nastajanje finansijskih inovacija. Finansijske inovacije smanjile su prednost banaka u troškovima obezbeđivanja sredstava, kao i prednosti u vezi s prihodima na aktivu. Pošto je to prouzrokovalo manju profitabilnost tradicionalnog bankarskog poslovanja, smanjio se i obim takvog vida poslovanja.
- Stroge državne regulative po pitanju osnivanja filijala, kao i McFaddenov zakon, kojim se zabranilo osnivanje filijala van granica savezne države, razlog su postojanja velikog broja malih komercijalnih banaka. Veliki broj komercijalnih banaka u SAD ne odražava postojanje žestoke konkurencije, već nedostatak konkurentnosti u prošlosti. Bankarske holding kompanije i bankomati predstavljaju reakciju na ograničenja po pitanju filijala koja je umanjila posledice tako strogih regulativa.
- Glass - Steagall zakonom razdvojeno je komercijalno od investicionog bankarstva. Međutim, 1999. godine taj zakon je ukinut i ta dva sektora su se spojila.
- Regulisanje i struktura štedno-kreditnog sektora (štedno - kreditne organizacije, štedionice i kreditne unije) nalik su regulisanju i strukturi sektora komercijalnog bankarstva. Štedno - kreditne organizacije kontroliše Služba za nadzor štedno - kreditnih organizacija, a osiguranje depozita obezbeđuje FDCI. Štedionice kontrolišu državni nadzorni organi, a FDIC obezbeđuje federalno osiguranje depozita. Kreditne unije kontroliše Nacionalna uprava

za kreditne unije, a osiguranje depozita obezbeđuje nacionalni fond za osiguranje udela kreditnih unija.

- Koncepti asimetričnih informacija, negativna selekcija i moralni hazard, objašnjavaju sledećih osam vrsta bankarskih regulativa u SAD i drugim zemljama: državni program osiguranja, ograničenja aktive kojom banka raspolaže, zahteve za adekvatnim kapitalom banke, nadzor banaka, procenu upravljanja rizikom, zahteve za objavljivanjem podataka, zaštitu potrošača i ograničenja konkurencije.
- Pošto problemi asimetričnih informacija u bankarskom sektoru postoje širom sveta, bankarske regulative u drugim zemljama nalik su regulativama u SAD. Rad banaka koje se bave međunarodnim bankarskim poslovanjem veoma je teško kontrolisati jer one svoje poslovanje prebacuju iz jedne zemlje u drugu
- Regulatori i političari predmet su principal - agent problema, što znači da oni ponekad nisu motivisani da smanje troškove poreskih obveznika kada je u pitanju osiguranje depozita. Zbog toga su oni često odobravali olakšice po pitanju standarda kapitala, ukidali ograničenja kada je u pitanju raspolaganje rizičnom aktivom, te nisu dosledno sprovodili zakon i na taj način povećali troškove finansijske pomoći za oporavak štedno - kreditnog sektora.
- Na osnovu Zakona o reformi, oporavku i jačanju finansijskih institucija (FIRREA) iz 1989. godine, obezbeđena su sredstva za finansijsku pomoć štedno - kreditnom sektoru; osnovana je korporacija za upravljanje stečajem da bi pomogla razrešenje nesolventnih štedno - kreditnih institucija; ukinut je Federalni odbor za hipotekarne banke, a njegovu ulogu preuzela je Služba za nadzor štedno - kreditnih institucija; ukinut je FDCI; aktivnosti štedno – kreditnih institucija ograničene su na one koji su imali pre 1982. godine; pooštreni su zahtevi za kapitalom u skladu sa onima koji važe za komercijalne banke,a organima za nadzor štedno-kreditnih institucija data su veća ovlašćenja.
- Davaoci osiguranja, koje regulišu savezne države ponaosob, obezbeđuju sredstva prodajom polisa na osnovu kojih se u slučaju nesreća isplaćuju sredstva. Kompanije za životno osiguranje raspolžu likvidnijom aktivom nego kompanije za životno osiguranje zbog veće neizvesnosti visine srdstava koje će morati platiti. Svi davaoci osiguranja suočavaju se s problemima negativne selekcije i moralnog hazarda, što objašnjava korišćenje metode za upravljanje osiguranjima kao što su: prikupljanje podataka i provera potecijalnih osiguranika, premije na rizik, restriktivne odredbe, sprečevanje prevara, poništavanje osiguranja, odbici, suosiguranje i ograničavanje iznosa osiguranja.
- Na osnovu penzionih planova, pojedinci nakon što se penzionišu mogu da ostvare pravo na prihode ako su duži niz godina uplaćivali doprinose u određeni penzioni fond. Penzioni fondovi su se veoma brzo razvijali, čemu je doprinela federalna poreska politika, pa danas imaju važnu ulogu na tržištu akcija. Mnogi penzioni planovi nedovoljno su finansirani, što znači da će u budući-

nosti morati da isplaćuju veće benificije u odnosu na vrednost doprinosa i ostvarene zarade. Problem nedovoljnog finansiranja posebno je velik kada su u pitanju javni penzioni fondovi, poput socijalnog osiguranja. Da bi se sprečile zloupotrebe, Kongres ke odobrio zakon o zaštiti primanja penzionisanih lica (ERISA) na osnovu kog se od privatnih penzionih planova zahteva da poštuju standarde u izveštavanju, ostvarivanju prava i stepenu nedovoljne finansiranosti. Na osnovu zakona, o snovana je federalna agencija koja garantuje benificije članova penzionog fonda.

- Finansijske kompanije obezbeđuju sredstva putem emisije komercijalnih zapisa, akcija i obveznica, a dobijena sredstva koriste za kreditiranja koja su u skladu s potrebama potrošača i poslovnih organizacija. Pošto su u poređenju s komercijalnim bankama i štedno - kreditnim institucijama, finansijske kompanije praktično neregulisane, one su i umogućnosti da kredite koje odobravaju usklade s potrebama klijenata i da to obave brzo. Te kompanije doživele su brz razvoj.
- Investicioni fondovi prodaju akcije, a dobijena sredstva koriste za kupovinu hartija od vrednosti. Fondovi otvorenog tipa emituju akcije koje se mogu otkupiti u bilokom trenutku po ceni koja je vezana za vrednost aktive kompanije. Fondovi zatvorenog tipa emituju neotkuoljive akcije kojima se trguje kaoobičnim akcijama. Oni su manje popularni u odnosu na fondove otvorenog tipa jer njihove akcije nisu toliko likvidne. Investicioni fondovi tržišta novca raspolažu samo kratkoročnim, visoko kvalitetnim hartijama od vrednosti, dozvoljavaju otkup akcija pomoću čekova i po fiksnoj vrednosti. Akcije tih fondova funkcionišu nalik transakcionim depozitima na osnovu kojih se ostvaruje tržišna kamata. Za sve investicione fondove nadležna je komisija za hartije od vrednosti i berze (SEC).
- Investicioni bankari pomažu u inicijalnoj prodaji hartija od vrednosti na primarnim tržištima, a brokeri i dileri pomažu u trgovini hartijama od vrednosti na sekundarnim tržištima od kojih su pojedina organizovana kao berze. SEC reguliše finansijske institucije na tržištima hartija od vrednosti i omogućava potencijalnim investitorima da dođu do adekvatnih informacija.
- Kamatni forvardi, odnosno sporazumi o prodaji dužničkog instrumenta u određenom budućem periodu, koriste se za eliminisanje kamatnog rizika. Prednost forvarda je u njihovoj fleksibilnosti, ali kreditni rizik i nelikvidnost tržišta predstavljaju njihov nedostatak.
- Finansijski fjučers je nalik kamatnom forvardu jer se i njime precizira da jedna strana mora isporučiti određeni dužnički instrument drugoj strani i to u određenom roku. Međutim, prednost tih ugovora u odnosu na forvarde je u tome što nisu podložni kreditnom riziku i što im je tržište likvidnije.
- Na osnovu ugovora o opciji, kupac ima pravo da kupi (kol opcija) ili proda (put opcija) hartiju od vrednosti po ceni izvršenja opcije u određenom periodu. Funkcija profita na opcije nije linearna - profiti se ne povećavaju uvek za

isti iznos u odnosu na promene cene određenog finansijskog instrumenta na koji se odnose. Nelinearna funkcija profita na opcije objašnjava zašto je njihova vrednost (izražena kao premija koja se za njih plaća) u negativnoj korelaciji sa cenom izvršenja za kol opcije, u pozitivnoj korelaciji sa cenom izvršenja za put opcije, u pozitivnoj korelaciji s rokom isteka obe opcije i u pozitivnoj korelaciji s volatilnošću cena određenog finansijskog instrumenta obe opcije. Finansijske institucije koriste opcije na fjučers da bi eleminisale kamatni rizik na sličan način kao što to čine pomoću finansijskih fjučersa i forvarda. Opcije na fjučers su u prednosti kada je u pitanju makro hedž jer su manje podležne knjigovodstvenim problemima u odnosu na finansijske fjučerse.

- Kamatni svopovi podrazumevaju zamenu kamata jedne vrste za kamate druge vrste, a problemi kreditnog rizika i likvidnosti kod takvih poslova nalik su onima koje se javljaju kod forvarda. Zbog toga su u takav vid poslovanja uključeni finansijski posrednici, poput velikih komercijalnih i investicionih banaka, koji uspostavljaju tržište svop poslova. Kamatni svopovi pomažu finansijskim institucijama da se zaštite od kamatnog rzika. Kamatni svopovi imaju prednost u odnosu na finansijske fjučerse i opcije: mogu se sklopiti u dužem periodu.
- Sistem fedralnih rezervi osnovan je 1913. godine da bi se smanjila učestanost bankarskih panika. Zbog negativnog raspoloženja javnosti kada su u pitanju centralne banke i centralizacija moći, Sistem federalnih rezervi osmišljen je tako da se moć raspodeli.
- Formalnu strukturu sistema federalnih rezervi čini 12 regionalnih banaka federalnih rezervi, oko 4800 komercijalnih banaka članica, Savet guvernera sistema federalnih rezervi, Federalna komisija za operacije na otvorenom tržištu i Fedralni savetodavni odbor.
- Federalne rezerve daleko su nezavisnije od većine agencija vlade SAD, ali su i dalje izložene političkim pritiscima jer je zakon na osnovu kog su osnovane doneo Kongres i on može biti izmenjen u bilo kom trenutku. Teorija birokratskog ponašanja ukazuje na to da jedan od faktora koji utiču na ponašanje Feda možebiti želja da on uveća svoju moć i prestiž. Ovakvo stanovište objašnjava mnoge Fedove akcije iako on može jednako služiti i javnim interesima.
- Razlozi za nezavisnost Federalnih rezervi počivaju na stanovištu da bi sužavanje Fedove nezavisnosti i njegovo izlaganje većim političkim pritiscima podrazumevalo i inflatorne probleme u monetarnoj politici. Nezavisan Fed može imati dugoročne ciljeve i ne mora reševati kratkoročne probleme što bi uslovilo ekspanzvnu monetarnu politiku i politički poslovni ciklus. Oni koji su protiv nezavisnosti Feda smatraju da je nedemokratski to da monetarnu politiku (koja je veoma bitna za javnost) kontroliše elita koja ne polaže račune javnosti. Nezavisan Fed takođe otežava koordinaciju monetarne i fiskalne politike.

- Četiri su učesnika u procesu formiranja novčane mase: centralna banka, banke (depozitne institucije), deponenti i dužnici banaka.
- U Fedovom bilansu stanja četiri stavke su najznačajnije za razumevanje procesa formiranja novčane mase: dve stavke pasive, novac u opticaju i rezerve, koje zajedno predstavljaju monetarnu bazu, i dve stavke aktive, državne hartije od vrednosti i ekonomski krediti.
- Federalne rezerve kontrolišu monetarnu bazu putem operacija na tvorenom tržištu i produžvanjem eskontnih kredita bankama; veću kontrolu imaju nad monetarnom bazom nego nad rezervama. Iako su flotacije i depozit ministarstva finansija podložni kratkoročnim fluktuacijama koje otežavaju kontrolu monetarne baze, Fed ne sprečavaju da je kontroliše.
- Jedna banka možeda odobri kredite do iznosa koji je jednak višku rezervi kojim rapolaže, što znači da stvara jednaku količinu depozita. Bankarski sistem može da generiše multiplikaciju depozita jer kako svaka banka odobrava kredite i stvara depozite, tako rezerve prelaze u drugu banku koja ih koristi za dalja kreditiranja i stvaranje dodatnih depozita. U prostom modelu multiplikacije depozita, u kome se predpostavlja da banke ne zadržavaju višak rezervi i da javnost ne zadržava gotovinu, višestruko povećanje transakcionih depozita (post depozitni multiplikator) jednako je recipročnoj vrednosti stope obaveznih rezervi.
- Da bismo objasnili kako se određuje novčana masa, razvili smo model. Najpre smo povezali monetarnu bazu s novčanom masom pomoću koncepta monetarnog multiplikatora koji ukazuje na to koliko se novčana masa menja kada dođe do promena u monetarnoj bazi.
- Novčana masa je u negativnoj korelaciji sa stopom obaveznih rezrvi r, koeficijentom gotovine c i stopom viška rezerve e. U pozitivnoj je korelaciji s nivoom eskontnih kredita DL od Feda i nezajmnovnom monetarnom bazom MBn, koju određuju Fedove operacije na otvorenom tržištu. Model dakle obuhvata sva četiri učesnika u procesu formiranja novčane mase: Fed je određuje stopu obaveznih rezervi, eskontnu stopu i zbog njegovih operacija na otvorenom tržištu; deponente jer odlučuju o koeficijentu trgovine; banke jer odlučuju o stopi viška rezervi i eskontnim kreditima od Feda; dužnike banaka jer utiču na tržišne kamatne stope, koje pak utiču na odluku banaka u vezi sa stopom viška rezervi i zaduživanja kod Feda.
- Analiza ponude i tražnje na tržištu rezervi dala nam je sledeće rezultate: kada Fed obavi kupovinu na otvorenom tržištu ili smanji obavezne rezerve, smanjuje se kamatna stopa na federalne fondove; kada Fed obavi prodaju na otvorenom tržištu ili poveća stopu obaveznih rezervi, povećava se kamatna stopa na federalne fondove. Na kamatnu stopu na federalne fondove utiču i promene u eskontnoj stopi.
- Obim operacija na otvorenom tržištu koje trgovinsko odeljenje banke federalnih rezervi u Njujorku obavi u toku jednog dana meri se obimom ofanzivnih

operacija na otvorenom tržištu s ciljem promene rezervi i monetarne baze i obimom defanzivnih operacija na otvorenom tržištu s ciljem sprečavanja uticaja ostalih faktora na rezerve i monetarnu bazu. Operacije na otvorenom tržištu su osnovni Fedov instrument u kontroli novčane mase jer se dešavaju na njegovu inicijativu, fleksibilne su, lako promenljivog smera (reverzibilne) i mogu se brzo sprovesti.

- Na obim eskontnih kredita utiče eskontna stopa. Osim što utiče na monetarnu bazu i novčanu masu, kreditiranje te vrste omogućava Fedu da ispuni svoju ulogu kreditora krajnje instance. Međutim, pošto Fed nema kontrolu nad odlukama banaka o tome da li će uzeti eskontne kredite, korišćenje eskontne politike u sprovođenju monetarne politike nije preporučljivo.
- Šest osnovnih ciljeva monetarne politike su: visoka topa zaposlenosti, privredni rast, stabilnost cena, stabilnost kamatnih stopa, stabilnost finansijskih tržišta i stabilnost deviznih tržišta.
- Pomoću posrednih i operativnih targeta, centralna banka, poput Feda, može brže da proceni da li njena politika ima pravi smer, a ako to nije slučaj može da ga promeni, umesto da čeka krajnji ishod svoje politike kada su u pitanju krajnji ciljevi poput stope zaposlenosti i nivoa cena. Instrumenti Fedove politike neposredno utiču na operativne targete, koji pak utiču na posredne targete, a oni na krajnji cilj.
- Pošto strategije targetiranja kamatne stope i targetiranja monetarnih agregata nisu kompatibilne, centralna banka mora da odabere jednu od navedenih varijabili na osnovu sledećih kriterijuma: merljivost, mogućnost kontrole i predvidivost njihovog uticaja na krajnje ciljeve. Nažalost, ni kriterijumi ne pokazuju u potpunosti koja od njih ima prednost.
- Istorijat Fedove monetarne politike ukazuje na to da je Fed često menjao operativne targete kojima se služio, a proteklih godina uglavnom je to kamatna stopa na federalne fondove.
- Taylorovo pravilo ukazuje na to da bi kamatnu stopu na federalne fondove trebalo odrediti kao zbir stope inflacije, ″ravnotežne″ realne kamatne stope na federalne fondove i ponderisane prosečne vrednosti dva jaza: 1) inflatornog jaza, tj. razlike između tekuće stope inflacije i targetirane stope i 2) proizvodnog jaza, odnosno procentualnog odstupanja realnog GDP-a od procene njegovog potencijalnog nivoa pri punoj zaposlenosti. Proizvodni jaz u Taylorovom pravilu može da predstavlja pokazatelj buduće inflacije, što se navodi u teoriji Philipsove krive. Međutim, ta teorija delimično je kontroverzna jer visoka stopa proizvodnje u odnosu na potencijalnu, merena visokom stopom zaposlenosti, proteklih godina nije dovela do veće stope inflacije.
- Devizni kurs (vrednost valute jedne zemlje izražena vrednošću valute druge zemlje) važan je zato što utiče na cenu domaće robe koja se prodaje na stranom tržištu i cenu strane robe koja se kupuje na domaćem tržištu.

- Teorija pariteta kupovne moći ukazuje na to da se promene deviznog kursa dveju zemalja u dužem roku određuju na osnovu promena u relativnom nivou cena u tim zemljama. U ostale faktore koji utiču na devizni kurs u dužem roku spadaju: carine i kvote, tražnja za uvozom, tražnja za izvozom i produktivnost.
- Devizni kurs u kraćem roku određuje se na osnovu uslova pariteta kamatnih stopa koji podrazumeva da je očekivani prinos na domaće depozite jednak očekivanom prinosu na strane depozite.
- Svaki faktor koji utiče na promenu očekivanog prinosa na domaće i strane depozite dovodi i do promene deviznog kursa. Ti faktori obuhvataju promene kamatnih stopa na domaće i strane depozite kao i promene u bilo kom od faktora koji utiču na devizni kurs u dužem roku, a samim tim ina očekivani budući devizni kurs. Promene u novčanoj masi dovode do probijanja deviznog kursa, zbog čega se on u kraćem roku više menja nego u dužem roku.
- Nesterilizovana intervencija centralne banke, u kojoj se domaća valuta prodaje da bi se kupila devizna sredstva, dovodi do povećanja deviznih rezervi, povećanja novčane mase i depresijacije domaće valute. Na osnovu raspoloživih podataka, zaključak je i da dugoročan uticaj sterilizovanih intervencija centralne banke na devizni kurs nije velik.
- Platni bilans predstavlja knjigovodstveni sistem za evidentiranje svih plaćanja između jedne zemlje i stranih zemalja koja neposredno utiču na kretanje sredstava među njima. Bilans transakcija zvaničnih rezervi predstavlja zbir tekućeg bilansa i stavki iz bilansa kapitala. Ukazuje na količinu deviznih rezervi koje se moraju kretati među zemljama da bi se finansirale međunarodne transakcije.
- Pre I svetskog rata dominirao je zlatni standard. Valute su se konvertovale u zlato i na taj način se održavao fiksni devizni kurs među državama. Nakon II svetskog rata, prihvaćen je Bretton Woods sistem i osnovan je MMF da bi se promoviao sistem fiksnog deviznog kursa u kojem se američki dolar mogao konvertovati u zlato. Bretton Woods sistem doživeo je kolaps 1971. godine. Danas imamo takav međunarodni sistem finansija u kome postoje elementi sistema fluktuirajućeg (plivajućeg) kursa i sistema fiksnog deviznog kursa. Pojedini devizni kursevi svakodnevno fluktuiraju iako centralne banke intervenišu na deviznom tržištu, a ostali su fiksni.
- Kontrola odliva kapitala je poželjna jer domaće stanovništvo i strance može sprečiti da kapital iznose iz zemlje tokom kriza i devalvaciju čine manje izvesnom. Ako spekulativni kapital ne ulazi u zemlju, neće doći ni do njegovog iznenadnog odliva koji bi doveo do krize, teorija je po kojoj je kontrola priliva kapitala osnovana. Međutim, kontrola kapitala ima nekoliko nedostataka: retko kada je efikasna, uslovljava pojavu korupcije i vladama omogućava da izbegnu neophodne korake u reformi finansijskih sistema u svojim zemljama kako bi se izborile sa krizom.

- MMF je nedavno preuzeo ulogu ″međunarodnog kreditora krajnje instance″. Pošto centralne banke u zemljama s tržištima u nastajanju nisu uglavnom sposobne da obave ulogu krajnjeg kreditora, potreban je međunarodni kreditor krajnje instance poput MMF-a da bi se sprečila finansijska nestabilnost. Međutim, takva uloga MMF-a dovodi do ozbiljnog problema moralnog hazarda koji samo podstiče preuzimanje velikih rizika i finansijsku krizu čini izvesnijom, a izbegavanje ovog problema političkim putem veoma je teško. MMF mora biti sposoban da tokom krize brzo obezbedi likvidnost da bi iznos kredita bio prihvatljiv.
- Na sprovođenje monetarne politike utiču tri međunarodna pitanja: neposredan uticaj deviznog tržišta na novčanu masu, razmatranja platnog bilansa i razmatranje deviznoog kursa. Pošto su od II svetskog rata SAD ujedno i državne rezerve valute, stanje na deviznom tržištu i platni bilans SAD nisu toliko uticali na monetarnu politiku SAD, što ne važi za druge zemlje. Međutim, proteklih godina razmatranja deviznog kursa imaju značajnu ulogu i utiču na monetarnu politiku SAD.
- Nominalno siro je osnovni element u strategijama monetarne politike. Ono promoviše stabilnost cena jer očekivanja po pitanju inflacije održava na nižem nivou i ograničava problem vremenske konzistentnosti - kada kreatori monetarne politike sprovode monetarnu politiku na diskrecioni način koji dovodi doslabih rezultata u dužem roku.
- Targetiranje deviznog kursa ima sledeće prednosti: 1) neposredno održava inflaciju pod kontrolom vezujući stopu inflacije one robe kojom se trguje na međunarodnom nivou za onu koja postoji u sidro - državi za koju se kurs vezuje; 2) omogućava automatsko pravilo za sprovođenje monetarne politike koje ublažava problem vremenske konzistentnosti i 3) jednostavna je i jasna strategija. Targetiranje deviznog kursa ima i ozbiljne nedostatke: 1) gubitak nezavisne monetarne politike; povećava izloženost privrede protestima u privredi sidro države; 2) valutu izlažu spekulativnim udarima i 3) može umanjiti odgovornost kreatora politike ako se izgubi devizni kurs kao signal. Strategije koje čine da propast režima deviznog kursa bude manje izvesna su: valutni odbori - kada je centralna banka spremna da automatski domaću za stranu valutu po fiksnom kursu, i dolarizacija - kada se čvrsta valuta, poput američkog dolara, usvaja kao nacionalna valuta.
- Monetarno targetiranje ima dve osnovne prednosti. Centralnoj banci omogućava da prilagodi svoju monetarnu politiku tako da može rešavati pitanja u domaćoj privredi, a podaci o tome da li centralna banka ostvaruje svoj cilj poznati su gotovo odmah. S druge strane, nedostatak monetarnog targetiranja je u tome što ono dobro funkcioniše samo ukoliko postoji stabilan odnos između monetarnog agregata i ciljne varijabile, odnosno inflacije, a to je odnos koji se u pojedinim zemljama ne odražava.

- Targetiranje inflacije ima nekoliko prednosti. 1) omogućava da se monetarna politika usredsredi na pitanja u domaćoj privredi; 2) stabilnost odnosa između novca i inflacije nije od suštinske važnosti za uspeh ove strategije; 3) strategija je razumljiva za javnost i veoma transparentna; 4) povećava odgovornost centralne banke i 5) ublažava posledice inflatornih udara. Međutim, ima i nekoliko nedostataka: 1) monetarne vlasti ne mogu da lako kontrolišu inflaciju, pa targetirana inflacija ne šalje trenutne signale javnosti na tržištima; 2) kreatorima politike može nametnuti stroga pravila, mada u praksi nije zabeležen takav slučaj i 3) usredsređivanje isključivo na inflaciju može usloviti veće fluktuacije u proizvodnji, mada ni takav slučaj nije zabeležen u praksi. Strahovanje da bi neposrednost isključivo na inflaciju mogla da dovede do većih fluktuacija u proizvodnji navelo je pojedine ekonomiste da predlože varijantu targetiranja inflacije - targetiranje nominalnog GDP-a (centralne banke targetiraju stopu rasta nominalnog GDP-a umesto inflacije).
- Irving Ficher je razvio teoriju tražnje novca zasnovanu na transakcijama u kojima je tražnja realnih količina novca proporcionalna realnom dohotku i nije osetljiva na kretanja kamatnih stopa. Brzina opticaja, odnosno stopa prometa novca, prema ovoj teoriji je konstantna. Ta teorija je kvantitativna teorija novca koja podrazumeva da agregatnu potrošnju određuju isključivo kretanja u količini novca.
- John Maynard Keynes je smatrao da postoje tri motiva držanja novca: transakcioni motiv, motiv predostrožnosti i spekulativni motiv. U teoriji preferacije likvidnosti on ističe da su transakcije i predostrožnost, kao elementi tražnje novca, proporcionalni dohotku. Međutim, za spekulativni element tražnje novca smatra se osetljivim na kamatne stope kao i na očekivanja u vezi s budućim kretanjem kamatnih stopa. Dakle ta teorija podrazumeva da brzina opticaja nije stabilna i da se ne može posmatrati kao konstantna.
- Dalji razvoj Keynesijanskog pristupa doveo je do boljeg objašnjenja tri Keynesijanska motiva držanja novca. Došlo se do zaključka da su kamatne stope bitne kada su u pitanju transakcije i predostrožnost kao elementi tražnje novca, kao i kada je u pitanju spekulativna komponenta.
- Milton Freidman je u svojoj teoriji tražnje novca koristio pristup nalik onome koji je koristio Keynes. Pošto je novac posmatrao kao bilo koju drugu aktivu, Freidman je upotrebio teoriju tražnje aktive da bi izveo tražnju novca kao funkciju očekivanog prinosa na drugu aktivu u odnosu na očekivani prinos na novac i permanentni dohodak. Za razliku od Keynesa, Freidman je smatrao da je tražnja novca stabilna i da nije osetljiva na kretanja kamatnih stopa. Njegova predpostavka da je brzina opticaja predvidljiva (iako ne i konstantna) dovodi do zaključka kvantitativne teorije da je novac primarna determinanta agregatne potrošnje.
- U jednostavno Keynesijanskom modelu u kojem je nivo cena fiksni, proizvodnja se određuje na osnovu uslova ravnoteže na robnom tržištu, tj. da je

agregatna proizvodnja jednaka agregatnoj tražnji. Agregatna tražnja jednaka je zbiru individualne potrošnje, planirane investicione potrošnje, javne potrošnje i neto izvoza. Individualna potrošnja opisuje se funkcijom potrošnje koja ukazuje na to da će se ona povećati kako se raspoloživi dohodak bude povećavao. Keynesova analiza pokazuje da je agregatna proizvodnja u pozitivnoj korelaciji sa autonomnom potrošnjom, planiranom investicionom potrošnjom, javnom potrošnjom i neto izvozom i da je u negativnoj korelaciji sa nivoom poreza. Promena u bilo kojem od navedenih faktora dovodi (na osnovu multiplikatora potrošnje) do dvostruko veće promene u agregatnoj proizvodnji.

- ISLM određuje agregatnju proizvodnju i kamatnu stopu za fiksni nivo cena na osnovu IS i LM krive. IS kriva ukazuje na kombinaciju kamatne stope i agrgatne proizvodnje u kojima je robno tržište u ravnoteži. IS kriva je opadajuća jer više kamatne stope smanjuju planiranu investicionu potrošnju i neto izvoz, pa samim tim smanjuju ravnotežnu proizvodnju. LM kriva je rastuća jer veća agregatna proizvodnja povećava tražnju novca, pa samim tim povećava ravnotežnu kamatnu stopu.
- Na pomeranje *IS* krive nadesno utiče: povećanje autonomne potrošnje, povećanje planirane investicione potrošnje zbog veće poslovne sigurnosti, povećanje javne potrošnje, smanjenje poreza ili autonomno povećanje neto izvoza. Ako je smer kretanja ovih faktora suprotan navedenom, *IS* kriva se pomera nalevo.
- Na pomeranje *LM* krive nadesno utiče povećanje ponude novčane mase ili autonomno smanjenje tražnje novca: ona se pomera nalevo kada dođe do smanjenja ponude novčane mase ili autonomnog povećanja tražnje novca.
- Povećanje ponude novčane mase utiče na povećanje ravnotežne proizvodnje, ali smanjuje ravnotežnu kamatnu stopu. Ekspanzivna fiskalna politika (povećanje javne potrošnje ili smanjenje poreza) povećava ravnotežnu proizvodnju, ali, za razliku od ekspanzivne monetarne politike, ujedno povećava i kamatnu stopu.
- Što je tražnja novca manje kamatno osetljiva, to je monetarna politika efikasnija od fiskalne politike.
- *ISLM* model nas navodi na sledećei zaključak kada je u pitanju sprovođenje monetarne politike: kada je *IS* kriva nestabilnija od *LM* krive, primena strategije targetiranja novčane mase utiče na manje fluktuacije proizvodnje i poželjnija je nego strategija targetiranja kamtne stope jer tada ona dovodi do manjih fluktuacija proizvodnje.
- Na osnovu posmatranja onoga što se u *ISLM* modelu dešava usled ekspanzivne monetarne politike ili fiskalne politike, zaključujemo da iako monetarna i fiskalna politika mogu da utiču na proizvodnju u kraćem roku, nijedna od njih ne utiče na proizvodnju u dužem roku.

- Kriva agregatne tražnje ukazuje na nivo agregatne proizvodnje koji je u skladu sa ravnotežom na robnom tržištu i tržištu novca pri bilo kom nivou cena. Ona je opadajuća jer niži nivo cena dovodi do višeg nivoa realne novčane mase, smanjuje kamatnu stopu i povećava ravnotežnu proizvodnju. Kriva agregatne tražnje pomera se u istom smeru kao i *IS* ili *LM* kriva; zato se ona pomera nadesno kada dođe do povećanja javne potrošnje, kada se porezi smanje, kada ″instinkti″ podstaknu individualnu potrošnju i investicije, kada se poveća neto izvoz, kada se poveća ponuda novca ili kada se smanji tražnja novca.
- Kriva agregatne tražnje ukazuje na količinu agregatne proizvodnje koja se traži pri bilo kom nivou cena i ona je opadajuća. Monetaristi smatraju da su promene u novčanoj masi glavni uzrok pomeranja krive agregatne tražnje. Keynesijanci smatraju da na promene krive agregatne tražnje ne utiču samo promene u novčanoj masi već i promene u fiskalnoj politici (javnoj potrošnji i porezima), neto izvozu, kao i spremnosti potrošača i poslovnih organizacija na potrošnju (″insinkti″).
- U kratkom roku, kriva agregatne ponude rastuća je zato što povećanje nivoa cena utiče na povećanje profita po jedinici proizvodnje, pa se povećava količina ponude proizvedenog. Na pomeranje krive agregatne ponude utiču četiri faktora: aktivnost tržišta rada, tj. stopa nezaposlenosti u odnosu na prirodnu stopu, očekivanja po pitanju inflacije, pokušaji radnika da povećaju svoje realne nadnice i promene u ponudi (šokovi) koji nisu u vezi s nadnicama, a utiču na troškove proizvodnje.
- Postoje dva osnovna tipa empirijskih podataka: podaci zasnovani na užoj formi modela i podaci zasnovani na strukturalnom modelu. Oba imaju prednosti i nedostatke. Osnovna prednost podataka zasnovanih na strukturalnom modelu je u tome što omogućavaju da razumemo kako privreda funkcioniše i čine da budemo sigurniji u smer kauzacije između novca i proizvodnje. Međutim, ako struktura nije tačno precizirana jer ignoriše važne monetarne transmisione mehanizme, ona može prilično da potceni efektivnost monetarne politike. Prednost podataka zasnovanih na užoj formi modela je u tome što ne ograničavaju način na koji monetarna politika utiče na ekonomsku aktivnost, pa je samim tim veća verovatnoća da ono obuhvataju uticaje monetarne politike u potpunosti. Međutim, podaci zasnovani na užoj formi modela nemogu da isključe mogućnost obrnute kauzacije ili postojanje spoljašnjeg pokretačkog faktora, što bi moglo da navede na pogrešne zaključke o važnosti novca.
- Rani Keynesijanci su smatrali da novac nije bitan jer su nalazili da su veze između kamatnih stopa i investicija slabe i zato što su ih niske kamatne stope na državne hartije od vrednosti navele da veruju da je monetarna politika u periodu najveće ekonomske kontrakcije u istoriji SAD, dakle u periodu Velike recesije, bila ekspanzivna. Monetaristi su se suprostavili takvom tuma-

čenju podataka tvrdeći: a) da je usredsređenost na nominalne pre nego na realne kamatne stope možda uticala na pogrešan prikaz svake veze između kamatnih stopa i investicija, b) da uticaji kamatne stope na investicije mogu biti samo jedan od mnogobrojnih kanala kroz koje monetarna politika utiče na agregatnu tražnju i c) da je prema standardima realnih kamatnih stopa i kamatnih stopa na obveznice nižeg rejtinga, monetarna politika zapravo bila krajnje restriktivna u periodu velike recesije.

- Podaci ranih monetarista mogu se podeliti u tri kategorije: vremenski, statistički i istorijski. Zbog mogućnosti obrnute kauzacije i postojanja spoljašnjeg faktora javljaju se ozbiljne sumnje u vezi sa tačnošću zaključaka izvedenih samo na osnovu vremenskih ili statističkih podataka. Međutim, pojedini istorijski podaci, u kojima egzogena smanjenja stope rasta novčane mase prate recesiju, idu u prilog monetarističkom stanovištu da je novac ipak bitan. Nakon empirijskih istraživanja, Keynesijansko i monetarističko stanovište spojilo se u jedno, prema kojem je, za ukupnu ekonomsku aktivnost i nivo cena, novac ipak bitan. Međutim, Keynesijanci se ne slažu sa stanovištem monetarista da je jedino novac bitan.
- Transmisioni mehanizmi monetarne politike obuhvataju tradicionalne kanale kamatne stope koji funkcionišu kroz troškove kapitala i utiču na investicije; kanale ostalih cena aktiva kao što su uticaji deviznog kursa, Tobinova *q* teorija i uticaj bogastva; kao i kanale sa stanovišta kredita - kanal bankarskog kreditiranja, kanal bilansa stanja, kanal toka gotovine, kanal nepredviđenog nivoa cena i uticai likvidnosti domaćinstava.
- U prilog čuvenoj izjavi Miltona Friedmana da je ″inflacija uvek i svuda monetarni fenomen″ idu sledeći podaci: svaka država koja se suočila sa dugotrajnom, visokom stopom inflacije istovremeno se suočila i s visokom stopom rasta novčane mase
- Analiza agregatne ponude i tražnje pokazuje da se Keynesijanska i monetaristička stanovišta o inflaciji ne razlikuju previše. I jedni i drugi smatraju da do visoke stope inflacije može doći samo kada postoji visoka stopa rasta novčane mase. Pošto se pod inflacijom smatra brzo i kontinuirano povećanje nivoa cena, svi ekonomistisu saglasni sa izjavom Miltona Friedmana.
- Iako je inflacija ″uvek i svuda monetarni fenomen″ u smislu da se nemože javiti ako ne postoji visoka stopa rasta novčane mase, postoje razlozi zašto se javlja inflatorna monetarna politika. Dva osnovna razloga su: usredsređivanje kreatora politike na ostvarivanje visoke stope zaposlenosti kao cilja i postojanja stalnih budžetskih deficita.
- Aktivisti smatraju da je poželjno korišćenje diskrecione politike kako bi se eliminisala visoka stopa nezaposlenosti svaki put kada se ona javi zato što smatraju da je proces usklađivanja nadnica i cena spor i da na njega utiču očekivanja u vezi s politikom. Stanovište neaktivista upravo je suprotno; oni smatraju da je diskreciona politika kontraproduktivna. Takođe, smatraju da je

kredibilitet neadptivne (neaktivističke) antiinflacione politike od suštinske važnosti za sam njen uspeh.

- Jednostavan princip (izveden na osnovu teorije racionalnih očekivanja) - da se formiranje očekivanja menja kada se promeni ponašanje varijabili koje se predviđaju - doveo je dočuvene Lukasove kritike na račun evaluacije mera ekonomske politike pomoću ekonometrijskih modela. Lukas je smatrao da se promenom politike ujedno menja i formiranje očekivanja; te da će se samim tim i odnosi u ekonometrijskom modelu promeniti. Ekonometrijski model koji se procenjuje na osnovu podataka iz prošlosti više ne predtavlja tačan model za procenu uticaja promene u politici, te može da navede na prilično pogrešne zaključke. U Lukasovoj kritici se ističe da uticaji određene politike najviše zavise od toga kakva su očekivanja javnosti kada je ta politika u pitanju.
- Na osnovu neoklasičnog makroekonomskog modela predpostavlja se da su očekivanja racionalna i da su nadnice i cene potpuno fleksibilne shodno očekivanom nivou cena. Ističe se i stanovište o neefikasnosti ekonomske politike, tj. da očekivana politika ne utiče na proizvodnju; da samo neočekivana politika ima takav uticaj.
- Na osnovu neokejnesijanskog modela, takođe se predpostavlja da su očekivanja racionalna, ali se nadnice i cene posmatraju kao ″lepljive″. Kao i u neoklasičnom modelu, u neokeysensijanskom modelu se takođe pravi razlika između uticaja očekivane i uticaja neočekivane ekonomske politike: očekivana politika manje utiče na agregatnu proizvodnju nego neočekivana politika. Međutim, očekivana politika ipak utiče na fluktuacije u proizvodnji.
- Neoklasični model ukazuje na to da aktivistička politika može da bude samo kontraproduktivna, a neokeynesijanski model ukazuje na to da aktivistička politika može da bude korisna. Međutim, pošto se na osnovu oba modela ističe da postoji neizvesnost u vezi sa ishodom određenih mera ekonomske politike, samo kretanje korisne aktivističke politike može da bude prilično teško. Tradicionalni model, u kojem očekivanja u vezi s merama politike nemaju nikakav uticaj na krivu agregatne ponude, ne pravi razliku između uticaja očekivane i uticaja neočekivane politike. Taj model favorizuje aktivističku poliziku jer je ishod određene politike manje neizvestan.

FINANSIJSKI MENADŽMENT I UPRAVLJANJE INVESTICIJAMA: REZIME[1491]

- Materijalna aktiva stvara bogatstvo. Finansijska aktiva predstavlja potraživanje delova tog bogatstva. Finansijska aktiva određuje na koji se način vlasništvo nad materijalnom aktivom deli između ulagača.
- Finansijska aktiva može se podeliti na hartije od vrednosti sa fiksnim prihodom, akcije i finansijske derivate. "Top-down" tehnika izgradnje portfolija počinje odlučivanjem o alokaciji aktive – raspodela uloženog novca na osnovne klase aktive – a zatim se prelazi na konkretnije odluke u vezi sa izborom hartija od vrednosti.
- Konkurencija na finansijskim tržištima rezultira povezanošću rizika i prinosa, pri čemu hartije od vrednosti koje nude više očekivane stope prinosa takođe nose i veći rizik za investitore. Prisustvo rizika, međutim, ukazuje na to da stvarni prinosi mogu znatno da se razlikuju od očekivanih prinosa utvrđenih na početku investicionog perioda. Konkurencija između finansijskih analitičara takođe ima za rezultat finansijska tržišta koja su gotovo potpuno efikasna u pogledu informisanosti, što znači da cene odražavaju sve dostupne informacije koje se tiču vrednosti određene hartije od vrednosti. Pasivne strategije investiranja imaju smisla na gotovo potpuno efikasnim tržištima.
- Finansijski posrednici spadaju i ulažu sredstva pojedinačnih investitora. Njihove usluge su vrlo tražene zato što mali investitori ne mogu efikasno da prikupljaju informacije, diversifikuju i nadgledaju portfolije. Finansijski posrednik prodaje sopstvene finansijske instrumente malim investitorima. Tako pribavljena sredstva posrednik investira, koristi prihode da isplati male investitore i ostvaruje zaradu na razlici (rasponu).
- Investiciono bankarstvo donosi korporacijama efikasnost u prikupljanju sredstava. Investicione banke se specijalizuju za procenu vrednosti novih emisija i njihovo plasiranje investitorima.
- Novi trendovi na finansijskim tržištima obuhvataju globalizaciju, sekuratizaciju, finansijski inženjering i uspon informacionih i kompjuterskih mreža.
- Hartije od vrednosti na tržištu novca su kratkoročne dužničke obligacije. To su obično tržište HoV za koje je vezan relativno nizak kreditni rizik. Njihovo brzo dospeće i nizak kreditni rizik osiguravaju minimalnu kapitalnu dobit ili gubitak. Ovim hartijama od vrednosti trguje se u velikim apoenima, ali se one mogu kupiti indirektno preko fondova tržišta novca.
- Veliki deo duga američke vlade je u obliku srednjoročnih i dugoročnih obveznica državne blagajne (trezorskih nota i trezorskih obveznica). To su

[1491] Izvor: Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus, OSNOVI INVESTICIJA, DATA STATUS, Beograd, 2009,

obveznice s kuponskom isplatom koje se obično izdaju po nominalnoj ili približno nominalnoj vrednosti. Trezorske obveznice se po strukturi slične kuponskim korporativnim obveznicama.

- Municipalne obveznice se uglavnom razlikuju po tome što su oslobođene poreza. Kamate (ali ne i kapitalna dobit) koje donose ove hartije od vrednosti izuzete su od poreza na dohodak građana.
- Hipotekarne prosledne hartije od vrednosti su pulovi hipotekarnih kredita koji se prodaju u jednom paketu. Vlasnici ovih hartija od vrednosti primaju sve uplate glavnice i kamate koje vrši zajmoprimac. Prvobitni izdavalac hipotekarnih kredita (originator) samo servisira hipotekarni kredit, prosleđujući uplate kupcu hipotekarnog kredita. Posrednička agencija obično garantuje isplatu kamata i glavnice na ime hipotekarnih kredita koji su udruženi u ove prosledne hartije od vrednosti.
- Obične akcije predstavljaju udeo u vlasništvu nad korporacijom. Svaka akcija daje vlasniku pravo na jedan glas kada se odlučuje o pitanjima vezanim za upravljanje korporacijom, a takođe mu daje pravo na srazmeran udeo u dividendama koje se isplaćuju akcionarima. Vlasnici akcija imaju rezidualno pravo na prihod koji ostvaruje firma.
- Preferencijalne (prioritetne) akcije obično donose fiksne iznose dividendi za sve vreme poslovanja firme: one su kao obveznice sa neograničenim rokom dospeća, Nemogućnost firme da isplati dividende na preferencijalne akcije, međutim, ne odvodi firmu u stečaj. Umesto toga, neisplaćene dividende se jednostavno akumuliraju. U nove vrste ovih akcija spadaju konvertabilne peferencijalne akcije i preferencijalne akcije s promenjivom stopom prinosa.
- Mnogi indeksi tržišta akcija mere performanse celog tržišta. Najstariji i najpoznatiji indeksi, Dow Jones proseci, su cenovno ponderisani indeksi. U današnje vreme se svakodnevno računaju mnogobrojni tržišno ponderisani indeksi koji imaju široku osnovu. Tu spadaju Standard & Poor's kompozitni indeks 500 akcija, indeks NYSE, indeks Nasdaqa, indeks Wilshire 5000 i nekoliko međunarodnih indeksa, uključujući Nikkei, FTSE i DAX.
- Kol-opcija predstavlja pravo na kupovinu finansijskog instrumenta po ugovorenoj ceni izvršenja na datum dospeća ili pre tog datuma. Put-opcija predstavlja pravo na prodaju finansijskog instrumenta po određenoj ceni izvršenja. Vrednost kol-opcija se povećava, a vrednost put-opcija se smanjuje s povećanjem vrednosti finansijskog instrumenta na koji se te opcije odnose.
- Fjučers ugovor predstavlja obavezu da se kupi ili proda imovina po ugovorenoj ceni fjučersa na datum dospeća. Duga pozicija, koja je obavezna na kupovinu, dobija ukoliko vrednost imovine raste, dok u tom slučaju kratka pozicija, koja je obavezna na isporuku imovine, gubi.
- Firme koje izdvajaju hartije od vrednosti sakupljaju kapital neophodan za finansiranje njihovih investicija. Investicioni bankari plasiraju te hartije od vrednosti u javnost na primarnom tržištu. Investicioni bankari uglavnom

deluju kao pokrovitelji emisije koju kupuju hartije od vrednosti firme i preprodaju ih javnosti po višoj ceni. Pre prodaje hartije od vrednosti, firma mora da objavi prospekt, koji je odobren od SEC-a i koji pruža informacije o potencijalima firme.

- Već izdatim hartijama od vrednosti trguje se na sekundarnom tržištu, to jest na organizovanim berzama hartije od vrednosti i vanberzanskom (OTC) tržištu, a kad su u pitanju velike transakcije, trguje se kroz direktne pregovore. Samo članovi berze mogu trgovati na toj berzi. Brokerska firma koja je član berze prodaje svoje usluge pojedincima, naplaćujući provizije za izvršenje naloga u njihovo ime. Njujorška berza akcija ima stroge standarde za uključivanje na listing. Regionalne berze lokalnim firmama koje ne ispunjavaju zahteve nacionalnih berzi pružaju mogućnost uvrštenja na listing.
- Trgovanje običnim akcijama na berzama odvija se posredstvom specijalista. Specijalista deluje radi odražavanja uređenog tržišta za akcije jedne ili više firmi. Specijalista vodi "knjigu" kupovnih i prodajnih limit-naloga i uparuje naloge po uzajamno prihvatljivim cenama. Specijalisti takođe prihvataju tržišne naloge prodajući akcije iz svojih zaliha ili kupujući za svoje zalihe kada postoji neravnoteža između kupovnih i prodajnih naloga.
- OTC tržište nije formalna berza već je to mreža brokera i dilera koji pregovaraju o prodaji hartija od vrednosti. Nasdaq-ov sistem omogućava kompjuterski pregled onlajn kotacija koje nude dileri akcija. Kada pojedinac poželi da kupi ili proda određenu akciju, broker može pregledati listu kupovnih i prodajnih cena, kontaktirati sa dilerom koji nudi najbolju kotaciju i obaviti transakciju.
- Na blok - transakcije trenutno otpada oko jedne trećine ukupnog obima trgovanja. Te transakcije su često prevelike da bi ih specijalisti mogli sami sprovesti, pa se zato osnivaju "blok-kuće" koje su specijalizovane da svojim klijentima pronađu potencijalne partnere za kupovinu.
- Kupovina na margini (na kredit) znači da pozajmljujete novac od brokera da biste kupili više hartija od vrednosti nego što biste mogli kupiti isključivo sopstvenim novcem. Kupujući hartije od vrednosti na margini, investitor ima mogućnost da ostvari višu stopu prinosa, ali je takođe izložen većem riziku od mnogih gubitaka. Ako vrednost akcija na marginskom računu padne ispod zahtevanog nivoa odražavanja, investitor će dobiti marginski poziv od svog brokera.
- Prodaja na kratko je praksa prodaje hartija od vrednosti koje investitor na poseduje. Investitor koji inicira takvu prodaju pozajmljuje akcije preko brokera i od njega se može zahtevati da na poziv u bilo kom trenutku pokrije kratku poziciju. Novac zarađen kratkom prodajom na čuvanju je kod brokera, i broker obično zahteva da investitor uloži dodatnu gotovinu ili hartije od vrednosti koje služe kao margina (kolateral) za prodaju na kratko.

- Trgovanje hartijama od vrednosti regulišu Komisija za hartije od vrednosti, druge vladine agencije, kao i same berze. Mnogi važni propisi vezani su za objavljivanje svih bitnih informacija koje se odnose na hartije od vrednosti. Pravila o insajderskom trgovanju zabranjuje trgovcima da profitiraju na osnovu privilegovanih informacija.
- Osim toga što pruža osnovne usluge izvršavanja kupovnih i prodajnih naloga, čuvanje hartija od vrednosti, odobravanja kredita za kupovinu hartija od vrednosti i olakšavanje kratke prodaje, broker s kompletnom uslugom investitorima takođe nudi informacije i savete, a ponekad čak i odlučuje o investicijama umesto njih. Diskontni brokeri nude samo osnovne brokerske usluge, ali uglavnom manje naplaćuju. Ukupni troškovi trgovanja sastoje se od provizija dilerovog kupovno-prodajnog raspona i ustupaka u ceni.
- UIT-i zatvoreni investicioni fondovi i otvoreni investicioni fondovi klasifikovani su i regulisani kao investicioni fondovi. UIT-i su u suštini fondovi kojima se ne upravlja, što znači da njihov portfolio, kada se jednom sastavi, ostaje nepromenjen. Nasuprot tome, upravljani investicioni fondovi mogu menjati sastav portfolija prema odluci njihovog portfolio menadžera. Akcijama zatvorenih fondova trguje se kao ostalim hartijama od vrednosti; zatvoreni fondovi ne otkupljuju akcije od svojih investitora. Otvoreni fondovi na zahtev njihovog investitora otkupljuju akcije po ceni koja je jednaka neto vrednosti imovine (NAV).
- Neto vrednost imovine (aktive) jednaka je tržišnoj vrednosti aktive koju fond drži, umanjenoj za obaveze fonda i podeljenoj brojem akcija u opticaju.
- Otvoreni fondovi oslobađaju pojedinca od mnogih administrativnih odgovornosti vezanih za vlasništvo nad pojedinačnim hartijama od vrednosti i obezbeđuju profesionalno upravljanje portfolijom. Takođe pružaju prednosti koje su dostupne sam velikim investitorima, kao što su niži troškovi trgovanja. S druge strane fondovi imaju naknade za upravljanje i druge troškove, koji smanjuju investitorovu stopu prinosa. Fondovi takođe u određenoj meri ograničavaju kontrolu pojedinca nad odlučivanjem o vremenu realizacije kapitalnih dobitaka.
- Otvoreni fondovi se često dele na osnovnu politike investiranja. Glavne grupe su fondovi tržišta novca, fondovi akcija, koji se dalje dele prema usredsređenosti na prihod odnosno rast; fondovi obveznica; uravnoteženi i dohodovni fondovi, fondovi sa aktivnom alokacijom aktive: indeksni fondovi i specijalizovani sektorski fondovi.
- Troškovi investiranja u otvorene fondove obuhvataju ulazne provizije, a to su provizije na prodaji akcija fonda investitorima, izlazne provizije ili provizije pri otkupu, koje su formalno označene kao "uslovno odloženi troškovi prodaje", troškovi poslovanja fonda, i naknade12b-1, a to su stalne naknade koje služe za podmirenje marketinških troškova fonda.

- Poreze na prihod koji ostvari portfolio otvorenog fonda ne plaća sam fond. Umesto toga, ukoliko fond ispunjava određene zahteve, prihod se tretira ka da su ga zaradili pojedinačni investitori u fondu.
- Prosečna stopa prinosa prosečnog otvorenog fonda akcija u proteklih 25 godina niža je od stope prinosa pasivnog indeksnog fonda čiji portfolio prati sastav nekog većeg indeksa, kao što su S&P 500 ili Wilshire 5000. Neki od razloga za ove razočaravajuće rezultate jesu troškovi koje prave fondovi kojima se aktivno upravlja, kao što su troškovi finansijskih analiza koje daju smernice u postupku odabira akcija, i troškovi trgovanja koji su posledica višeg koeficijenta obrta portfolija. Podaci o doslednosti u performansama fondova su dvosmisleni. Neka istraživanja su pokazali da fondovi sa dobrim rezultatima u jednom periodu nastavljaju da ostvaruju dobre rezultate i u narednom periodu. U drugim istraživanjima to nije tako.
- Investitori se suočavaju sa činjenicom da su rizik i očekivani prinos međusobno povezani. Istorijski podaci potvrđuju našu pretpostavku da aktiva sa niskim nivoom rizika u proseku ostvaruje manje prinose od viskorizičnih instrumenata.
- Premeštanje sredstava iz rizičnog u bezrizični portfolio najjednostavniji je način za smanjenje rizika. Drugi metod podrazumeva diversifikaciju rizičnog portfolija. O diversifikaciji ćemo govoriti u narednim poglavljima
- Zapisi američkog trezora predstavljaju savršeno bezrizičnu aktivu samo u nominalnoj vrednosti. Ipak, standardna devijacija realnih prinosa na kratkoročne državne obveznice ima malu vrednost u poređenju sa standardnom devijacijom finansijskih instrumenata kao što su dugoročne obveznice i obične akcije, tako da u našoj analizi trezorske zapise uzimamo za bezrizičnu aktivu. Osim trezorskih zapisa, tu su i fondovi tržišta novca koji drže kratkoročne bezbedne dužničke instrumente kao što su komercijalni zapisi i depozitni sertifikati. Za ove instrumente se vezuje određeni rizik od neispunjenja obaveze, ali je taj rizik mali u poređenju sa većinom drugih rizičnih instrumenata. Iz razloga pogodnosti, često se i o fondovima tržišta novca govori kao o bezrizičnoj aktivnosti.
- Rizični investicioni portfolio (rizična aktiva) može se opisati stopom nagrade u prihodu prema varijabilnosti. Ovaj odnos je predstavljen nagibom CAL-a (linija alokacije kapitala), a to je linija koja povezuje bezrizičnu aktivu sa rizičnim instrumentima. Sve kombinacije tih aktiva nalaze se na ovoj liniji. Investitorima odgovara što veći nagib CAL-a jer to podrazumeva viši očekivani prinos za svaki nivo rizika. Ako je stopa za uzimanje u zajam viša od stope za davanje u zajam, linija alokacije kapitala menja pravac u tački koja odgovara 100% -tnoj investiciji u rizičnu aktivu ($y = 1,0$).
- Investitori biraju portfolije na linji alokacije kapitala u zavisnosti od njihove odbojnosti prema riziku. Investitori koji ne vole rizik više će ulagati u trezor-

ske zapise. Investitori koji su tolerantni prema riziku imaće veći udeo rizične aktive u svom ukupnom portfoliju.

- Linija tržišta kapitala (CML) je linija alokacije kapitala dobijena primenom pasivne strategije investiranja, koja za rizičnu aktivu uzima tržišni indeksni portfolio kao što je Standard&Poor's Pasivne strategije predstavljaju jeftin način stvaranja dobro diversifikovanih portfolija sa performansama koje su odraz širokog tržišta akcija.
- Očekivana stopa prinosa na portfolio je ponderisani prosek očekivanih prinosa na hartije od vrednosti koje čine portfolio, pri čemu se ponderi relativni udeli hartija od vrednosti u portfoliju.
- Varijansa portfolija je zbir doprinosa varijansi komponentinih hartija od vrednosti uvećan za izraz koji obuhvata korelacije između tih aktiva.
- Čak i ako su koleracije, standardna devijacija portfolija biće manja od ponderisanog proseka standardnih devijacija komponenti, pod uslovom da se ne radi o savršeno pozitivnoj korelaciji. Dakle, diversifikacija portfolija je korisna ukoliko finansijski instrumenti nisu u savršeno pozitivnoj korelaciji.
- Koliko će jedna aktiva doprineti varijansi portfolija zavisi od njene korelacije sa drugim aktivama u portfoliju, ako i od njene sopstvene varijanse. Aktiva koja je u savršeno negativnoj korelaciji sa portfolijom može se iskoristiti za smanjivanje varijanse portfolija na nulu. Dakle, može služiti kao savršeni hedž. (savršena zaštita).
- Efikasna granica rizičnih finansijskih instrumenta je grafički prikaz skupa portfolija koji maksimiziraju očekivani prinos portfolija za dati nivo standardne devijacije portfolija. Racionalni investitori će odabrati portfolio na efikasnoj granici.
- Portfolio menadžer identifikuje efikasnu granicu tako što najpre procenjuje očekivane prinose i standardne devijacije i utvrđuje korelacije među njima. Ulazni podaci se onda unose u program optimizacije koji utvrđuje investicione proporcije, očekivani prinos i standardne devijacije portfolija na efikasnoj granici.
- Uopšteno govoreći, portfolio menadžeri će identifikovati različite efikasne portfolije zbog razlika u metodama i kvalitetu analize hartija od vrednosti. Menadžeri međusobno konkurišu kvalitetom svojih analiza hartija od vrednosti u odnosu njihove menadžment provizije.
- Ako je bezrizična aktiva dostupna investitorima i ako su ulazni podaci identični, svi će investitori odabrati isti portfolio na efikasnoj granici – onaj koji je tangentan CAL-u. Svi investitori sa identičnim ulaznim podacima će držati isti rizični portfolio, razlikujući se samo po tome koliko svaki alocira u ovaj optimalni portfolio i u bezrizičnu aktivu. Ovaj rezultat označen je kao princip separacije portfolio selekcije.
- Jednoindeksni model jednofaktorskog tržišta hartija od vrednosti prikazuje dodatnu stopu prinosa hartija od vrednosti kao funkciju dodatnog prinosa

tržišta $R_i=a_i+\beta_i R_m+e_i$ Ovaj izraz se takođe može protumačiti kao regresija dodatnog prinosa hartija od vrednosti na dodatni prinos tržišnog indeksa. Linija regresije ima odsečak $a_{i\ i}$ nagib β_i i naziva se karakteristična linija hartije od vrednosti.

- U jednoindeksnom modelu, varijansa stope prinosa na hartiju od vrednosti ili portfolio može se razložiti na sistematski i specifični rizik kompanije. Sistematska komponenta varijanse jednaka je proizvodu β^2 i varijanse dodatnog prinosa tržišta. Specifična kompanijska komponenta jeste varijansa rezidualnog člana jednačine indeksnog modela.
- Beta portfolija je ponderisani prosek beta koeficijenata komponentinih hartija od vrednosti. Hartija od vrednosti sa negativnom betom smanjuje betu portfolija, smanjujući tako izloženost tržišnih fluktacijama. Jedinstveni (specifični) rizik portfolija približava se nuli kako portfolio postaje visokodiversifikovan.
- CAPM predstavlja da su investitori racionalni, da prave planove za isti period investiranja, da koriste iste podatke dobijene analizom hartija od vrednosti i da traže portfolije sa optimalnim odnosom srednjeg prinosa i varijanse.
- CAMP pretpostavlja da su tržišta hartija od vrednosti savršena u smislu da: (a) su tržišta velika tako d nijedan investitor ne može uticati na cene hartija od vrednosti, (b) nema poreza niti transakcijskih troškova, (c) svom rizičnom aktivom se javno trguje i (d) svaki iznos se može uzeti ili dati na zajam po fiksnoj, bezrizičnoj stopi. Ove pretpostavke znače da će svi investitori držati iste rizične portfolije. CAMP podrazumeva da je, u stanju ravnoteže, tržišni portfolio jedinstveni tangenti i u smislu odnosa srednjeg prinosa i varijanse, efikasni portfolio, iz čega proističe da je pasivna strategija investiranja efikasna
- Tržišni portfolio je ponderisan tržišnom kapitalizacijom. Udeo svake hartija od vrednosti jednak je odnosu njene tržišne vrednosti podeljene ukupnom tržišnom vrednošću svih hartija od vrednosti. Riziko premija tržišnog portfolija proporcionalna je njegovoj varijansi $\square_m^2$ i stepenu odbojnosti prosečnog investitora prema riziku.
- CAMP podrazumeva da je riziko premija bilo koje pojedinačne hartije od vrednosti ili portfolija jednaka proizvodu riziko premije tržišnog portfolija i beta koeficijenta date aktive. Tržišna linija hartija od vrednosti prikazuje prinos koji investitori zahtevaju kao funkciju beta koeficijenta njihove investicije. Očekivani prinos predstavlja standard (benčmark) za ocenjivanje investicionih performansi.
- U jednakoindeksnom modelu tržišta hartija od vrednosti, kada se odredi indeks, beta hartije od vrednosti može se izvesti na osnovu regresije dodatnog prinosa hartije od vrednosti na dodatni prinos indeksa. Regresiona linija naziva se karakteristična linija hartije od vrednosti (SCL). Odsečak SCL-a, koji se naziva alfa, predstavlja prosečni dodatni prinos hartija od vrednosti kada je dodatni prinos indeksa jednak nuli. Po CAMP-u, alfa treba treba da bude nula.

- CAMP i tržišna linija hartija od vrednosti mogu se iskoristiti za utvrđivanje standarda za procenu investicionih performansi ili za određivanje odgovarajućih diskontnih stopa u svrhu ocene isplativosti investicionih projekata (kapitalnog budžetiranja). Takođe se koriste u regulatornim postupcima koji se tiču "pravične" stope prinosa u regulisanim granama.
- CAMP obično procenjuje kao jednofaktorski model, pri čemu je celokupan sistematski rizik iskazan prinosom velikog tržišnog indeksa. Međutim, multifaktorska generalizacija osnovnog modela može se iskazati tako da obuhvati više izvora sistematskog rizika. U takvom multifaktorskom CAMP-u, riziko premija bilo koje hartije od vrednosti određuje se na osnovu njene osetljivosti na svaki sistematski faktor rizika, kao i na osnovu riziko premije koja sa za taj izvor rizika vezuje.
- Postoje dva opšta pristupa pronalaženju vantržišnih sistematskih faktora rizika. Jedan se sastoji u pronalaženju faktora za koje je empirijski potvrđeno da idu uz visoke prosečen prinose, tako da se mogu uzeti kao aproksimacija za relativna merila sistematskog rizika. Drugi pristup je usredsređen na faktore za koje se sa pravom može pretpostaviti da predstavljaju važne izvore rizika za široke segmente investitora, pa da stoga mogu presudno uticati na riziko premije.
- Mogućnost arbitraže javlja se kada neusklađenost cena dve ili više hartija od vrednosti omogući investitorima da uz nultu neto investiciju izgrade portfolio koji će doneti sigurna profit. Prilike za arbitražu rezultuju velikim obim trgovine, što stvara pritiska na cene hartija od vrednosti. Taj pritisak traje sve dok cene ne dostignu takav nivo da više ne postoji mogućnost arbitraže. Da bi se ovaj proces pokrenuo, dovoljno je da samo nekoliko investitora postane svesno prilike za arbitražu zbog velike prednosti transakcija koje će oni izvršiti.
- Kada su hartije od vrednosti vrednovane tako da nema prilike za arbitražu, tržište zadovoljava uslov nemogućnosti arbitraže. Cenovni odnosi koji zadovoljavaju ovaj uslov su važni jer očekujemo da će važiti za stvarna tržišta.
- Za portfolije se kaže da su dobro diversifikovani ako obuhvataju veliki broj hartija od vrednosti i to u takvom odnosu da je rezidualni ili nesistematski rizik portfolija zanemarljiv.
- Na jednofaktorskom tržištu hartija od vrednosti, svi dobro diversifikovani portfoliji moraju zadovoljavati uslov vezan za odnos između očekivanog prinosa i bete po SML-u kako ne bi bila moguća arbitraža. Ako svi dobro diversifikovani portfoliji ispunjavaju ovaj uslov, onda većina hartija od vrednosti takođe mora zadovoljavati isti kriterijum.
- da se cene akcija kreću po principu slučajnog hoda bez ikakvih uočljivih obrazaca koje bi investitori mogli iskoristiti. Takvi zaključci smatraju se dokazom za tržišnu efikasnost, to jest, dokazom da tržišne cene odražavaju sve trenutno dostupne informacije. Cene će se promeniti samo kada dođu

nove informacije, a jednaka je verovatnoća da će nova informacija biti dobra ili loša.

- Tržišni akteri razlikuju tri forme hipoteze o efikasnosti tržišta. Slaba forma podrazumeva da cene akcija odražavaju sve informacije koje se mogu izvući iz ranijih cena. Polujaka forma podrazumeva da cene odražavaju sve javno dostupne informacije. Jaka forma koja se uglavnom prihvata sa dosta skepse, podrazumeva da cene odražavaju sve informacije, uključujući i privilegovane (insajderske) informacije.
- Tehnička analiza usmerena je na obrasce kretanja cena na tržištu akcija, kao i na različite indikatore kupovnog i prodajnog pritiska na tržištu. Fundamentalna analiza usredsređena je na temeljne pokazatelje vrednosti jedne firme, ko što su trenutan profitabilnost i potencijalni rast. Pošto su obe analize zasnovane na javnim informacijama, nijedna od njih ne bi trebalo da donese natprosečnu zaradu ako su tržišta efikasna.
- Pristalice hipoteze o efikasnosti tržišta često se zalazu za pasivne strategije investiranja nasuprot aktivnim. Politika pasivnih investitora jeste da kupe i drže portfolio koji ima istu strukturu kao veliki tržišni indeks. Oni ne troše sredstva na istraživanje tržišta ili na čestu kupovinu ili prodaju akcija. Pasivne strategije mogu se prilagoditi zahtevima pojedinačnih investitora.
- Empirijska istraživanja tehničke analize pokazuju da takva analiza uglavnom nije delotvorna. Ustanovljeni su neki obrasci kretanja cena, koji su ili posledica vremenskih promena u premiji za rizik ili se ne mogu iskoristiti zbog troškova trgovanja. Jedan od značajnih izuzetaka jeste uspeh srednjoročnih strategija zasnovanih na inerciji.
- Fundamentalnom analizom otkriveno je nekoliko anomalija. To su P/E efekat, januarski efekat malih firmi, efekat zanemarenih firmi, postepena promena cene nakon objavljivanja prihoda i efekat odnosa knjigovodstvene prema tržišnoj vrednosti. Još uvek nije jasno da li ove anomalije proizilaze iz tržišne neefikasnosti ili su posledica slabog razumevanja riziko premija.
- Biheviorističke finansije usredsređene su na sistematsku iracionalnost koja karakteriše odluke investitora. Ove greške u ponašanju investitora su u skladu sa nekim od anomalija efikasnog tržišta koje su otkrili istraživači.
- Dužničke hartije od vrednosti razlikuju se po tome što svojim vlasnicima obećavaju isplatu fiksnog ili utvrđenog toka prihoda. Kuponska obveznica je tipična dužnička hartija od vrednosti.
- Trezorske note i obveznice imaju rokove dospeća duže od jedne godine. Izdaju se po cenama koje su jednake ili približno jednake nominalnoj vrednosti, pri čemu se cene iskazuju bez akumulirane kamate. Neke trezorske obveznice se mogu opozvati u poslednjih pet godina pre datuma dospeća.
- Opozive obveznica treba da imaju više prinose do dospeća da bi se investitorima obezbedila nadoknada za činjenicu da neće realizovati sve kapitalne dobitke ako kamatne stope padnu i ako njihove obveznice budu opozvane po

ugovorenoj ceni opoziva. Obveznice su često zaštićene od opoziva u početnom periodu nakon izdavanja. Osim toga, diskontne obveznice koje se prodaju po ceni koja je znatno niža od nominalne vrednosti obezbeđuju implicitnu zaštitu od opoziva.

- Put-obveznice pružaju vlasniku, a ne izdavaocu, mogućnost da bira da li će skratiti ili produžiti životni vek obveznice.
- Konvertabilne (zamenjive) obveznice mogu se, po odluci vlasnika, zameniti za ugovoreni broj akcija. Vlasnici konvertabilnih obveznica "plaćaju" ovu opciju prihvatanjem niže kuponske stope.
- Obveznice sa promenjivom kamatnom stopom isplaćuju fiksnu premiju u odnosu na referentnu kratkoročnu kamatnu stopu. Rizik je ograničen budući da je stopa vezana za trenutne tržišne uslove.
- Prinos do dospeća je kamatna stopa koja izjednačava sadašnju vrednost novčanih tokova hartije od vrednosti sa njenom cenom. Cene i prinosi obveznica su u negativnoj korelaciji. Kod premijskih obveznica, kuponska stopa je viša od tekućeg prinosa, koji je viši od prinosa do dospeća. Ovaj redosled je obrnut kod diskontnih obveznica.
- Prinos do dospeća se često tumači kao procena prosečne stope prinosa za investitora koji kupi obveznicu i zadrži je do dospeća. Ovo tumačenje nije sasvim pouzdano. Ostale mere koje se koriste su prinos do opoziva, realizovani složeni prinos, i očekivani prinos do dospeća (nasuprot obećanom).
- Trezorski zapisi us bezkuponske obveznice koje izdaje država i čiji rok dospeća nije duži od jedne godine. Trezorske STEIPS obveznice su bezkuponske obveznice sa dužim rokom dospeća oslobođene kreditnog rizika. Cene bezkuponskih obveznica rastu eksponencijalno tokom vremena uz stopu aprecijacije koja je jednaka kamatnoj stopi. IRS tretira cenovnu aprecijaciju kao prihod od kamate na koji investitor plaća porez.
- Kada su obveznice izložene riziku neizmirenja obaveza, navedeni prinos do dospeća je najveći mogući prinos do dospeća koji vlasnik obveznice može da ostvari. U slučaju da izdavalac ne izmiri svoje obaveze, vlasnik obveznice neće ostvariti taj obećani prinos. Da bi se investitorima obezbedila kompenzacija za rizik neizmirenja obaveza, obveznice moraju imati premije za rizik neizmirenja obaveza, to jest, obećane prinose koji su veći od prinosa državnih hartija od vrednosti kod kojih ne postoji ovaj rizik. Ako firma ostane u dobrom stanju, njene obveznice će investitorima doneti više prinose nego državne obveznice. U suprotnom, ti prinosi mogu biti i niži.
- Čak su i trezorske hartije od vrednosti, koje su osobođene kreditnog rizika, izložene riziku od promena kamatnih stopa. Dugoročne obveznice su uglavnom osetljive na promene kamatni stopa od kratkoročni obveznica. Mera prosečnog životnog veka obveznice je Makolijevo trajanje (duracija), koja se definiše kao ponderisani prosek rokova do svake pojedinačne isplate koju

donosi određena hartija od vrednosti, pri čemu su ponderi srazmerni sadašnjoj vrednosti odgovarajuće isplate.

- Trajanje (duracija) je direktna mera osetljivosti cene obveznica na promene njenog prinosa. Proporcionalna promena cene obveznica približno je jednaka proizvodu negativnog trajanja i proporcionalne promene u 1 + y.
- Strategije imunalizacije karakteristične su za pasivno upravljanje portfolijima obveznica. Takve strategije imaju za cilj da pojedinca ili firmu učine imunim na promene kamatnih stopa. Može se raditi o imunalizaciji neto vrednosti ili, umesto toga, o imunalizaciji buduće akumulirane vrednosti portfolija obveznica.
- Konkveksnost se odnosi na oblik krive koja označava odnos između cene i prinosa obveznice. Ako se u obzir uzme konveksnost, prilično se može unaprediti tačnost aproksimacije zasnovane na trajanju, koja se odnosi na osetljivost cene obveznica na promene prinosa.
- Imunalizacija portfolija aktive kojim se u potpunosti finansiraju obaveze postiže se usklađivanjem trajanja aktive i obaveza. Sa protokom vremena i sa promenama kamatnih stopa, portfolio se mora periodično rebalansirati da bi ostao imuniziran.
- Direktan oblik imunalizacije je usklađivanje novčanih tokova. Ako su novčani tokovi portfolija savršeno usklađeni sa predviđenim obavezama, rabalansrianje nije potrebno.
- Aktivno upravljanje obveznicama može se podeliti na tehnike predviđanja kamatnih stopa i analizu međutržišnog raspona. Prema jednoj popularnoj klasifikaciji, aktivne strategije se dele na supstitucijski svop, svop zasnovan na međutržišnom rasponu, svop zasnovan na predviđanju kamatne stope i svop radi čistog povećanja prinosa.
- Kamatni svopovi su važni instrumenti na tržištu hartija od vrednosti sa fiksnim prihodom. U takvim aranžmanima dolazi do razmene novčanih tokova različitih hartija od vrednosti, pri čemu se zapravo ne razmenjuju sam hartije od vrednosti. To može biti koristan alat za upravljanje trajanjem (duracijom) portfolija.
- Makroekonomska politika ima cilj odražavanje gotovo pune zaposlenosti bez povećavanja inflatornog pritiska. Uspostavljanje odgovarajuće ravnoteže između ta dva faktora predmet je stalnih rasprava.
- Tradicionalne mere makroekonomske politike su državna potrošnja i ubiranje poreza (fiskalna politika), kao i upravljanje ponudom novca putem monetarne politike. Ekspanzivna fiskalna politika može stimulisati privredu i povećati bruto domaći proizvod, ali takođe uglavnom dovodi do povećanja kamatnih stopa. Ekspanzivna monetarna politika održava se kroz smanjenje kamatnih stopa.
- Poslovni ciklus je obrazac stalnog smenjivanja recesije i ekspanzije u privredi. Vodeći ekonomski indikatori mogu poslužiti za predviđanje kretanja

poslovnog ciklusa jer se njihove vrednosti uglavnom menjaju pre nego što se promene vrednosti drugih ključnih ekonomskih varijabli.

- Jedan od metoda vrednovanja firme jeste analiza knjigovodstvene vrednosti, bilo da se radi o vrednosti navedenoj u bilansu stanja ili o korigovanoj vrednosti koja odražava trenutni trošak zamene aktive ili likvidacionu vrednost. Drugi metod je usredsređen na sadašnju vrednost očekivanih budućih dividendi.
- Prema modelu diskontovanja dividendi, cena akcije treba da bude jednaka sadašnjoj vrednosti svih budućih dividendi po akciji, diskontovanih po kamatnoj stopi koja odražava rizik akcije.
- Finansijski analitičari dosta pažnje posvećuju odnosu cene prema zaradi po akciji određene kompanije. P/E racio pokazuje kako tržište procenjuje mogućnosti rasta određene firme. Firme koje nemaju mogućnosti rasta trebalo bi da imaju P/E racio koji je recipročan stopi kapitalizacije, k. Kako prilike za rast postaju komponenta ukupne vrednosti firme, P/E racio se povećava.
- Modeli slobodnih novčanih tokova takođe pružaju procenu intrinzične vrednosti. Ti modeli su obično korisni kada se radi o firmi koja trenutno ne isplaćuje dividende
- Modeli predstavljeni u ovom poglavlju mogu se iskoristiti u objašnjavanju ili predviđanju ponašanja agregatnog tržišta akcija. Ključne makroekonomske varijable koje određuju opšti nivo cena akcija jesu kamatne stope i korporativni profiti.
- Finansijski analitičari treba prvenstveno da se usredsrede na realan ekonomski profit firme, umesto na profit iz finansijskih izveštaja. Računovodstveni profit naveden je u finansijskim izveštajima može odstupati od realnog ekonomskog profita, iako su empirijske studije pokazale da računovodstveni profit pruža dosta informacija u pogledu razvojnih potencijala firme.
- ROE firme je ključna odrednica stope rasta profita. Stepen finansijskog leveridža firme ima veliki uticaj na ROE. Povećanjem stope dug/akcijski kapital povećava se ROE, a shodno tome i stopa rasta firme, samo ako je kamatna stopa na dug niža od prinosa na aktivu firme.
- Dva pokazatelja koja pored podataka iz finansijskih izveštaja obuhvataju i tržišnu cenu običnih akcija firme jesu odnos tržišne prema knjigovodstvenoj vrednosti (P(B racio) i odnos cene prema zaradi (P/E racio). Analitičari ponekad niske vrednosti tih pokazatelja tumače kao izvesnu garanciju bezbednosti ili znak da je akcija potcenjena.
- Glavni problem vezan za upotrebu podataka iz finansijskih izveštaja tiče se uporedivosti. Firme imaju veliku slobodu u izboru metoda za izračunavanje različitih komponenti prihoda i rashoda. Zato je neophodno da finansijski analitičar prilagodi računovodstveni profit i finansijske pokazatelje jedinstvenom standardu pre nego što krene da poredi finansijske rezultate različitih firmi.

- Problemi poređenja postaju vrlo ozbiljni u periodu inflacije. Inflacija može dovesti do netačnog obračuna zaliha, amortizacije i troškova kamate.
- Kol-opcija predstavlja pravo na kupovinu aktive po ugovorenoj ceni izvršenja. Put-opcija predstavlja pravo na prodaju aktive po određenoj ceni izvršenja.
- Američke opcije mogu se realizovati na datum dospeća ili pre tog datuma. Evropske opcije mogu se realizovati isključivo na datum dospeća. Većina opcija kojima se trguje su američkog tipa.
- Trguje se opcijama na akcije, indekse akcija, strane valute, hartije od vrednosti sa fiksnim prihodom i neke fjučers ugovore.
- Opcije se mogu koristiti da bi se povećala investitorova izloženost promenama u ceni aktive ili da bi se obezbedila zaštita od volatilnosti cena aktive. Popularne opcijske strategije obuhvataju pokrivene kol-opcije, zaštitne put-opcije, straddle (raskorak) i spread (raspon).
- Mnoge hartije od vrednosti kojima se redovno trguje imaju svojstva opcija. Tu spadaju opozive obveznice, zamenjive obveznice i varanti. Drugi aranžmani, kao što su obezbeđeni zajmovi i zaduživanje sa ograničenom odgovornošću, mogu se analizirati kao ugovori koji predstavljaju implicitne opcije za jednu ili više ugovorenih strana.
- Vrednost opcija može se sagledati kao zbir intrinzične vrednosti i vremenske vrednosti ili vrednosti "volatilnosti". Vrednost volatilnosti predstavlja pravo na odluku da se opcija ne izvrši ako cena akcije ne ide u korist vlasnika opcije. Dakle, vlasnici opcija ne mogu izgubiti više od cene koju su platili za opciju bez obzira na kretanje cene akcije.
- Kol-opcije su vrednije kada je cena izvršenja niža, kada je cena akcije viša, kada je kamatna stopa viša, kada je rok dospeća duži, kada je volatilnost akcije veća i kada su dividende niže.
- Opcije se mogu vrednovati u odnosu na cenu osnovne akcije korišćenjem jednostavnog modela sa dva ishoda i dva perioda. Kako se broj perioda povećava, model može aproksimirati realniju raspodelu cena akcija. Black-Scholesova formula može se shvatiti kao granični slučaj binomnog modela za vrednovanje opcija, pošto se period držanja opcije deli u sve veći broj manjih podintervala.
- Teorema o put-kol paritetu dovodi u vezu cene put-opcije i kol-opcije. Ako se ovaj odnos naruši, javljaju se prilike za arbitražu. Konkretno, paritet koji mora biti zadovoljen je:

$$P = C - S_0 + PV(X) + PV(dividende)$$

- U ovom izrazu, X je cena izvršenja i kol-opcije i put-opcije, a PV(X) je sadašnja vrednost potraživanja na X dolara koji će biti isplaćeni na datum dospeća opcija.

- Hedž racio (koeficijent hedžinga) predstavlja broj akcija koje su potrebne za zaštitu od cenovnog rizika vezanog za ispisivanje jedne opcije. Hedž raciji su blizu nule za kol-opcije koje su daleko "van novca", a približavaju se vrednosti 1,0 za kol opcije koje su duboko "u novcu".
- Iako su hedž raciji niži od 1,0 kol-opcije imaju elastičnost veću od 1,0. Stopa prinosa na kol-opcije (za razliku od prinosa u dolarima) menja se više nego proporcionalno u odnosu na promenu cene akcije.
- Osiguranje portfolija može se postići kupovinom zaštitne put-opcije na akcijsku poziciju. Kada odgovarajuća put-opcija nije dostupna, osiguranje portfolija podrazumeva strategiju dinamičnog hedžinga gde se prodaje deo akcijskog portfolija jednak delti željene put-opcije, pri čemu se prihodi ulažu u bezrizične hartije od vrednosti.
- Forvard ugovori su aranžmani koji nalažu buduću isporuku aktive po ceni koja se danas ugovara. Trgovac sa drugom pozicijom u obavezi je da kupi robu, a kratka pozicija se obavezuje na isporuku robe. Ako cena robe na datum dospeća ugovora premašuje forvard cenu, duga pozicija zarađuje kupujući robu po ugovorenoj ceni.
- Fjučers ugovor je sličan forvard ugovoru, od kojeg se razlikuje prvenstveno po standardizaciji i postupku dnevnog pripisivanja vrednosti, a to je postupak dnevnog poravnjanja dobitaka i gubitaka na pozicijama u fjučers ugovoru. Nasuprot tome, forvard ugovori ne zahtevaju nikakav transfer novca do datuma dospeća.
- Fjučers ugovorima se trguje na organizovanim berzama koje standardizuju veličinu ugovora, kvalitet aktive koja se isporučuje, datum isporuke i lokaciju isporuke. Trgovci pregovaraju samo o ceni fjučersa. Standardizacijom se povećava likvidnost na tržištu, što znači da kupci i prodavci lako mogu pronaći mnoge trgovce kako bi obavili željenu kupovinu ili prodaju.
- Klirinška kuća deluje kao posrednik između svakog para trgovaca, preuzimajući na sebe ulogu kratke pozicije za svaku dugu poziciju i duge pozicije za svaku kratku poziciju, tako da trgovci ne moraju da brinu o tome da li će suprotna strana u ugovoru ispuniti svoje obaveze. Od trgovaca se zahteva da polože margine na osnovu kojih garantuju da će izvršiti svoje obaveze po ugovoru.
- Dobitak ili gubitak duge pozicije u fjučers ugovoru koji se drži između trenutka 0 i trenutka t iznosi $F_1 - F_0$. Pošto je na datum dospeća $F_t - P_1$ profit duge pozicije u slučaju da se ugovor drži do dospeća iznosi $P_t - F_0$ gde P_t označava spot cenu u trenutku T a F_0 početnu cenu fjučersa. Dobitak ili gubitak kratke pozicije iznosi $F_0 - P_t$.
- Fjučers ugovori mogu se koristiti za hedžing ili špekulaciju. Špekulanti uz pomoć fjučers ugovora pokušavaju da ostvare profit na osnovu konačne cene aktive. Kratki hedžeri zauzimaju kratke pozicije u fjučers ugovorima da bi neutralisali eventualne dobitke ili gubitke u vrednosti aktive koju već drže na zalihama. Dugi hedžeri zauzimaju duge pozicije u fjučers ugovorima da bi neutralisali dobitke ili gubitke u nabavnoj ceni robe.

- Prema paritetu spot-fjučers ravnotežna cena fjučersa pod uslovom da aktiva ne donosi koristi ili isplate (kao što su dividende) iznosi $F_0 = P_0 (1 + r_1)^T$ Ako cena fjučersa odstupi od ove vrednosti onda učesnici na tržištu mogu zaraditi na arbitraži.
- Ako aktiva pruža koristi ili isplate sa prinosom d, paritet se iskazuje na sledeći način: $F_0 = P_0 (1 + r_1 - d)^T$. Ovaj model se takođe naziva model zasnovan na trošku držanja aktive (cost-of-carry model), zato što podrazumeva da cena fjučersa mora premašiti spot cenu za neto trošak držanja aktive do datuma dospeća T.
- Fjučers ugovori koji zahtevaju novčano poravnjanje glase na različite indekse akcija. Ovi fjučersi u kombinaciji sa trezorskim zapisima mogu poslužiti za izgradnju sintetičke pozicije u akcijama, što ove ugovore čini vrednim alatom za investitore koji se bave tržišnim tajmingom. Fjučers na indekse akcija takođe koriste investitori koji sprovode arbitražu pokušavajući da zarade na odstupanjima od pariteta.
- Kamatni fjučersi omogućavaju zaštitu (hedžing) od promena kamatnih stopa na nekoliko različitih tržišta. Najviše se trguje fjučersom na trezorske obveznice.
- Tržište kamatnih svopova je značajna komponenta tržišta hartija od vrednosti sa fiksnim prihodom. Strane koje učestvuju u svopu razmenjuju novčane tokove različitih hartija od vrednosti, pri čemu zapravo ne dolazi do direktne razmene tih hartija od vrednosti. Svopovi su koristan alat za upravljanje kamatnim rizikom portfolija.
- Praktična mera performansi zavisi od konteksta investiranja. Sharpeova mera je najprikladnija kada portfolio predstavlja celokupan investicioni fond. Treynorova mera ili Jensenova mera prikladne su kada se portfolio kombinuje sa nekoliko drugih aktiva, što omogućava diversifikaciju specifičnog rizika kompanije izvan svakog portfolija
- Promene srednjeg prinosa i varijanse portfolija kojima se aktivno upravlja otežavaju procenu performansi. Tipičan primer za to je pokušaj portfolio menadžera da sprovede tržišni tajming, što rezultuje stalnim promenama beta koeficijenta i standardnih devijacija.
- Uobičajena analiza doprinosa performansama podrazumeva pripisivanje performansi na alokaciju aktive, selekciju sektora i selekciju hartija od vrednosti, performanse se procenjuju tako što se utvrđuje efekat odstupanja strukture portfolija od benčmarka ili od neutralnog portfolija.
- Aktivni portfolio menadžeri pokušavaju da izgrade rizični portfolio koji ima višu stopu nagrade u prihodu prema varijabilnosti (Sharpeovu meru) od pasivne strategije.
- Aktivno upravljanje ima dve komponente: tržišni tajming (ili, uopštenije, alokaciju aktive) i analizu hartija od vrednosti.
- Sposobnost savršenog tajminga ima ogromnu vrednost. Stopu prinosa savršenog tržišnog tajminga je neizvesna, ali se rizik ne može meriti standardnom

devijacijom, zato što savršeni tajming dominira nad pasivnom strategijom donoseći samo "pozitivna" iznenađenja.

- Sposobnost savršenog tržišnog tajminga isto je što i posedovanje kol-opcije na tržišni portfolio. Vrednost te opcije može se odrediti korišćenjem metoda vrednovanja kao što je Black-Scholesova formula.
- Vrednost nesavršenog tržišnog tajminga zavisi od zbira verovatnoća tačnih ishoda koji se zasnivaju na predviđanju: $P_1 + P_2 - 1$. Ako je savršeni tajming ekvivalentan kol-opciji C, onda se nesavršeni tajming može vrednovati kao: $(P_1 + P_2 - 1)C$.
- Treynor- Blackov model zasnovan je na indeksnom modelu koji se koristi prognozama tržišta. Investicioni menadžer koristi analizu hartija od vrednosti u konstrukciji aktivnog portfolija. Aktivni portfolio se kombinuje sa indeksnim portfolijom da bi se maksimizirala Sharpeova mera optimalnog rizičnog portfolija.
- U Treyner – Blackovom modelu, udeo svake analizirane hartije od vrednosti srazmeran je odnosu njene alfe prema njenoj rezidualnoj varijansi.
- Aktiva SAD je samo deo svetskog portfolija. Međunarodna tržišta kapitala nude značajne prilike za diversifikaciju portfolija uz unapređenje odnosa između rizika i prinosa.
- Kursni rizik unosi dodatnu neizvesnost u investicije izražene u stranim valutama. Od tog rizika se dobrim delom možemo zaštiti koristeći tržišta fjučersa ili forvarda na strane valute, ali savršena zaštita nije moguća ukoliko nije poznata stopa prinosa u stranoj valuti.
- Biheviorističke finansije imaju za cilj otkrivanje obrazaca ponašanja koji nisu u skladu sa standardnom ekonomskom teorijom i mogu objasniti uočene anomalije u cenama aktive.
- Dauova teorija je najstarija verzija tehničke analize zasnovane na grafikonima. Ova teorija se zasniva na pretpostavci da postoje primarni, intermedijalni i minorni trendovi koji se mogu uočiti na grafikonu i koje analitičar može iskoristiti pre njihovog nestanka. Ostale teorije zasnovane na trendovima vezane su za relativnu snagu, grafikone tačaka i simbola i candlestick grafikone.
- Glavni cilj plana štednje jeste da se obezbedi odgovarajući prihod u penziji.
- Čak će i umerena inflacija uticati na kupovnu moć penzionog anuiteta.
- Sa stanovišta ujednačavanja potrošnje, poželjno je da se izdvaja fiksni ili rastući deo realnog prihoda. Međutim, odlaganjem štednje za kasniji period povećava se rizik penzionog fonda.
- Poreska zaštita tipa IRA, koja je blisko povezana sa porezom na potrošnju, odlaže i porez na uplate (doprinose) i porez na zaradu od ušteđevine.
- Progresivan poreski sistem povećava važnost poreza u periodu nakon odlaska u penziju. Visoke poreske stope tokom penzije smanjuju delotvornost poreske zaštite.

- Poreska zaštita tipa Roth IRA ne štiti doprinose od poreza, ali eliminiše poreze tokom penzije. Štediše koji očekuju visok prihod (i poreze) u penziji trebalo bi da ispitaju da li je ovaj metod zaštite od poreza delotvorniji od tradicionalnog IRA računa.
- Progresivan poreski sistem povećava važnost poreza u periodu nakon odlaska u penziju. Visoke poreske stope tokom penzije smanjuju delotvornost poreske zaštite.
- Poreska zaštita tipa Roth IRA ne štiti doprinose od poreza, ali eliminiše poreze tokom penzije. Štediše koji očekuju visok prihod (i poreze) u penziji trebalo bi da ispitaju da li je ovaj metod zaštite od poreza delotvorniji od tradicionalnog IRA računa
- Planovi 401k slični su tradicionalnim IRA planovima i dozvoljavaju da poslodavci uplaćuju doprinose u iznosu koji uplaćuju zaposleni. Ovu prednost ne treba propustiti.
- Realizacija kapitalnih dobitaka se može odložiti i oni se kasnije mogu oporezovati po nižoj stopi. Stoga, investicija u akcije sa niskim dividendama sama po sebi predstavlja poresku zaštitu. Od poreza bi prvo trebalo zaštiti investicije u kamatonosne hartije od vrednosti.
- Planovi štednje trebalo bi da obuhvate velike izdatke kao što su troškovi školovanja dece.
- Vlasništvo nad stanom treba posmatrati kao zaštitu (hedžing) od troškova iznajmljivanja stana.
- Institut CFA je napravio sistematski okvir za prevođenje namera investitora u strategiju investiranja. Tri glavna činioca su : ciljevi, ograničenja i politika investiranja. Ciljevi investitora obuhvataju zahtevani prinos i toleranciju prema riziku, što ukazuje na odnos između rizika i prinosa koji predstavlja glavno pitanje u investiranju. Ograničenja investitora obuhvataju neophodnu likvidnost horizont, propise, poreske obaveze i jedinstvene potrebe raznih investitora. Politika investiranja obuhvata odluke portfolio menadžera koje se tiču alokacije aktive i selekcije hartija od vrednosti.
- U glavne institucionalne investitore spadaju penzioni fondovi, investicioni fondovi, kompanije za životno osiguranje, kompanije za osiguranje imovine i lica, banke i zadužbinski fondovi. Za individualne investitore, pitanja koja se odnose na životni ciklus predstavljaju najvažniji faktor prilikom definisanja ciljeva, ograničenja i politike investiranja
- U glavne klase aktive spadaju: gotovina (aktiva tržišta novca), hartije od vrednosti sa fiksnim prihodom (obveznice), akcije, nekretnine, plemeniti metali i kolekcionarski predmeti. Alokacija aktive odnosi se na odluku o tome koji deo sredstava treba uložiti u svaku klasu aktive. Aktivna strategija alokacije aktive zahteva da se često prave prognoze tržišnih uslova i da se alokacija koriguje u skladu sa tim prognozama.

KORPORATIVNE FINANSIJE: REZIME[1492]

- Korporativne finansije se mogu opisati kao izučavanje odluka koje svako preduzeće mora da donese. Ali šta je to **preduzeće**? Taj termin koristimo da označimo svako preduzeće, bilo veliko ili malo, preduzeće čijim se akcijama javno ne trguje (private company) ili čijim se akcijama javno trguje (public company), preduzeće koje se bavi bilo kojom delatnošću – proizvodnjom, maloprodajom ili pružanjem usluga. Znači, i Boeing i knjižara mogu se nazvati preduzećima.
- Razmotrimo prvo šta im je zajedničko. Oba preduzeća poseduju sredstva kojima ostvaruju zaradu. Boeing, na primer, poseduje veliki broj postrojenja u kojima proizvodi putničke avione i tehnologiju koja je sastavni deo tih aviona. Mala knjižara posedue maloprodajni prostor u kome posluje i knjige u tom prostoru. Pored toga, oba preduzeća se nadaju da će nastaviti sa investiranjem i u budućnosti da bi rasla i razvijala se. Kada govorimo o vrednosti preduzeća, mislimo na vrednost obe kategorije investicija – na već ostvarena ulaganja i na buduće investicije.
- Da bi se prihvatala ta sredstva, preduzeća mogu prikupljati novac iz dva izvora. Prvo, mogu pozajmiti novac od banke ili drugih zajmodavaca. Takvu vrstu finansiranja nazivamo zaduživanje. Alternativna mogućnost je korišćenje sredstava vlasnika preduzeća. Ta sredstva nazivamo akcijskim kapitalom. U ovoj situaciji pojavljuje se razlika između Boeinga i male knjižare
- Boeining kao preduzeće čijim se akcijama javno trguje, može emitovati akcije i obveznice na finansijskim tržištima kako bi povećao akcijski kapital i/ili obezbedio sredstava emitovanjem dužničkih hartija od vrednosti. Pošto je mala knjižara preduzeće čijim se akcijama javno ne trguje, samim tim i raspolaže manjim brojem mogućnosti. Vlasnik može uložiti sopstvenu štednju u preduzeće, što bi predstavljalo akcijski kapital ili pozajmljeni novac od banke, što bi predstavljalo zaduživanje. Iako se veći deo korporativnih finansija primenjuje na oba slučaja, postoje razlike u načinu primenjivanja teorije u svakom pojedinačno.
- Svaka disciplina ima svoje osnovne principe. Celokupne korporativne finansije zasnivaju se na tri principa koja nazivamo: investicioni princip, princip finansiranja i dividendini princip.
- ***Investicioni princip:*** Investicioni princip jednostavno upućuje na to da preduzeća treba da ulažu sredstva samo kada očekuju da će prinos biti veći od minimalno prihvatljivog prinosa. Minimalni prinos, kojeg nazivamo minimalna zahtevana stopa prinosa (burdle rate), treba da pokaže da li je novac obezbeđen zaduživanjem ili emitovanjem akcija i kolike prinose bi ulagači tog novca imali da su ga uložili u neke druge slične investicije.

[1492] Izvor: Aswath Damodaran, *KORPORATIVNE FINANSIJE*, Modus, Podgorica, 2007.

- ***Princip finansiranja:*** Princip finansiranja od toga da miks duga i akcijskog kapitala izabran za finansiranje investicija treba da maksimizira vrednost tih investicija. U kontekstu minimalne zahtevana stope prinosa, pomenute u investicionom principu, izbor miksa duga i akcijskog kapitala koji minimizira ovu zahtevanu stopu prinosa, dozvoljava preduzeću da krene u veći broj novih i poveća vrednost postojećih investicija.
- ***Dividendini pristup:*** Preduzeća ponekada ne mogu pronaći investicije koje generišu minimalni zahtevani prinos ili minimalnu zahtevanu stopu prinosa. Ukoliko taj problem potraje, preduzeća moraju celokupan iznos ostvarenog profita da isplate vlasnicima preduzeća
- U korporativnim finansijama merimo prinos nastao po osnovu predložene investicione odluke i upoređujemo ga sa minimalno prihvatljivom zahtevanom stopom prinosa kako bismo odlučili da li je projekat prihvatljiv ili ne. Minimalna zahtevana stopa prinosa mora da bude veća za rizičnije projekte i mora da odražava finansijski miks koji se koristi, odnosno udio sredstava vlasnika (akcijski kapital) ili udio pozajmljenih sredstava (dug) u miksu. Drugim rečima, i Boening i vlasnik male knjižare treba da procene koji je to prinos koji oni smatraju minimalnim da bi investirali u svoje projekte, a zatim da prinose koje očekuju od tih projekata uporede 7% od Super Jumba, a minimum koji treba da ostvari je 9,32%, ne treba da ulazi u tu investiciju. S druge strane, ukoliko vlasnik knjižare veruje da može zaraditi 18% otvaranjem kafea, a njegova minimalno prihvatljiva stopa je 12,55%, on treba da investira.
- Primenu investicionih principa koje smo utvrdili za dugoročna sredstva proširujemo na kratkoročna sredstva i na svakodnevne odluke koje menadžeri donose vezano za održavanje potrebnih zaliha, kao i na to da li i u kojem iznosu kreditirati potrošače. Kod investicionih analiza ne posmatramo samo brojeve, već pokušavamo da razmotrimo osnove dobrih projekata, kao i način na koji su strategijski menadžment i investiciona analiza povezani.
- Preduzeća prilikom donošenja odluke o finansiranju treba da naprave dva opšta izbora. Prvo, treba da izaberu miks duga i akcijskog kapitala kako bi finansirala svoje investicije. Na primer, Boeing može prikupiti milijarde koje su mu potrebne za finansiranje Super Jumba izdavanjem dužničkih hartija od vrednosti, ili, pak, može obezbediti celokupan iznos izdavanjem akcija. Fundamentalno pitanje na koje treba da odgovorimo je da li, u suštini, postoje optimalni miks duga i akcijskog kapitala i ukoliko postoji, koji je to miks. Generalno posmatrano, najveća prednost zaduživanja predstavljena je poreskom olakšicom koja nastaje iz činjenice da se isplaćene kamate ne uključuju u poresku osnovicu. Nedostatak zaduživanja je u tome što preduzeće možda neće biti u stanju da vrši isplate po osnovu duga, u tom slučaju zajmodavci mogu preuzeti kontrolu nad preduzećem. Zaduživanje je isplativo sve dok marginalne koristi od zaduživanja premašuju marginalne troškove zaduži-

vanja. Upoređujući koristi sa troškovima, Boeing može zaključiti, na primer, da je njegov optimalni miks 30% duga i 70% akcijskog kapitala. Znači, treba da pozajmi, 1,5 milijardi dolara od ukupno 5 milijardi dolara koliko mu je potrebno za novu investiciju.

- U okviru opštih kategorija duga i akcijskog kapitala, postoji veliki broj različitih finansijskih instrumenata; na primer, zaduživanje može biti kratkoročno ili dugoročno, može biti u dolarima ili japanskim jenima. Korporativne finansije ne sam oda pomažu preduzećima prilikom donošenja odluke da li da se zaduže, već daju i uvid u vrstu finansiranja koju preduzeće treba da koristi. Verujemo da bi preduzeća u što većoj meri trebalo da usklade karakteristike načina finansiranja sa karakteristikama sredstava koja finansiraju. Znači, dugoročna sredstva (kao što je investicija u Super Jumbo Jet) treba da se finansiraju dugoročnim zaduživanjem, dok kratkoročna sredstva treba finansirati kratkoročnim zaduživanjem. Preduzeća koja krše ovo osnovno pravilo rade to na vlastiti rizik. Kao pouku, razmotrite činjenicu da su štednja i krediti u SAD-u propali tokom ranih 1980-ih godina kada se za finansiranje dugoročnih sredstava koristilo kratkoročno zaduživanje (krediti za kupovinu kuća obezbeđeni hipotekama). Slično tome, indonežanska preduzeća, koja su se sredinom 1990-ih godina zaduživala u dolarskoj protivvrednosti radi finansiranja investicija u rupijima, nisu bila u stanju d otplaćuju dug kada je vrednost indonežanske valute opala u odnosu na dolar 1996 i 1997. godine. Slika 1.3. sumarno prikazuje dva navedena pitanja na koja principi finansiranja pokušavaju da daju odgovor.
- Na koji način preduzeća mogu nagraditi svoje vlasnike? Jedan način je da se profit reinvestira u nove investicije i tak poveća vrednost njihovog vlasničkog udela u preduzeću. Drugi način je da se akcionarima dozvoli da dio profita povuku iz preduzeća koji se isplaćuje vlasnicima čini srž dividendnog principa.
- Kada je preduzeće malo i suočeno sa atraktivnim investicionim mogućnostima, ostvareni profit bi u tom slučaju verovatno trebalo reinvestirati u preduzeće. Međutim, u životnom ciklusu svakog preduzeća postojaće faza kada će novčani tok ostvaren postojećim investicijama bit veći od sredstava potrebnih za ulazak u dobre investicije (sa prinosima većim od minimalne zahtevane stope prinosa). U tom slučaju preduzeća treba da osmisli način na koji će isplatiti ostvareni profit svojim vlasnicima.
- U preduzećima čijim se akcijama javno ne trguje to samo može značiti da će vlasnik povući deo ostvarenog profita iz preduzeća. U preduzećima čijim se akcijama javno trguje, to znači da će se akcionarima isplatiti dividenda ili da će preduzeće izvršiti otkup sopstveni akcija.
- Nijedna disciplina ne može tokom vremena postići unutrašnju usklađenost ukoliko nema jedinstveni cilj. Razvoj teorije korporativnih finansija može se pratiti sve od odluke o tome šta je jedinstveni cilj te teorije pa do razvoja modela za postizanje tog cilja. Cilj opšteprihvaćene korporativnih finansija

jeste maksimiziranje vrednosti preduzeća. Kao rezultat toga, bilo koja odluka (investiciona, finansijska ili dividendna) koja povećava vrednost preduzeća smatra se "odlukom", dok se odluka kojom se smanjuje vrednost preduzeća smatra "lošom " odlukom. Kao što ćemo videti u sledećem poglavlju, upravo se cilj maksimiziranja vrednosti preduzeća dalje sužava i u praksi svodi na maksimiziranje vrednosti bogatstva akcionara i još dalje, na maksimiziranje cene akcija.

- Iako je izbor ovog cilja korporativan finansijama dao jedinstveni koncept i internu konzistentnost, određena cena morala se platiti. Mnoga neslaganja između teoretičara korporativnih finansija i drugih (kako akademaca tako i praktičara) potiču od fundamentalno različitih viđenja o tome šta je pravi cilj poslovanja preduzeća. Na primer, neki zastupaju stav da preduzeće treba da ima više ciljeva kojima će se različiti interesi (akcionara, zaposlenih, potrošača) zadovoljiti, dok drugi smatraju da preduzeća treba da se fokusiraju na, za njih jednostavnije i direktnije ciljeve, kao što su tržišni udeo ili profitabilnost.
- Ukoliko je cilj korporativnih finansija maksimiziranje vrednosti preduzeća, sledi da vrednost mora biti povezana sa tri odluke iz korporativnih finansija koje su prethodno navedene – odluke vezane za investicije, finansiranje i dividende. Uzimajući u obzir naše pojednostavljeno objašnjenje preduzeća, šta je to što određuje vrednost preduzeća? S jedne strane, može se tvrditi da vrednost nekog sredstva predstavlja iznos koji je plaćen za njega. Računovođe često koriste tu meru vrednosti i nazivaju je **knjigovodstvena vrednost.** Postoje dva problema vezana za ovu definiciju. Prvi problem je u tome što iznos koji ste platili za sredstvo, naročito ukoliko je sredstvo stečeno ili proizvedeno mnogo ranije u prošlosti, možda neće odražavati njegovu današnju vrednost. Drugi problem je u tome šta ta definicija gotovo u potpunosti izostavlja vrednost koja će nastati budućim investicijama. Tvrdimo da je vrednost sredstava preduzeća, pa na osnovu tih sredstava i neizvesnošću koja prati te novčane tokove. Ta očekivanja će se menjati iz dana u dan, dostupnošću novih informacija o preduzeću i o promenama u makroekonomskom okruženju. Ovo merilo vrednosti nazvaćemo **tržišnom vrednošću.**
- Pošto se preduzeće finansira kombinacijom duga i akcijskog kapitala, vrednost akcijskog kapitala preduzeća meće generalno biti jednaka vrednosti preduzeća, osim u slučaju kada preduzeće nema duga. Generalno posmatrano, vrednost akcijskog kapitala preduzeća trebalo bi da bude ono što preostane nakon što se vrednost akcijskog kapitala u preduzeću ne može prevazići vrednost samog preduzeća.
- Vrednost preduzeća određujemo ne samo po tome koliko dobro preduzeće upravlja postojećim sredstvima, već koliko dobro investira u nova sredstva. Investitori očekivanja o budućnosti preduzeća zasnivaju na kvalitetu projekata (investicionim odlukama preduzeća) i iznosu zarada koje ono reinvestira (odluka o dividendi). Finansijske odluke utiču na vrednost preduzeća kroz

minimalnu zahtevanu stopu prinosa. Ova lepa formulacija vrednosti stavljena je na probu međusobnim uticajem investicionih, finansijskih i dividendnih odluka, ako i konfliktima interesa koji nastaju između vlasnika akcija i vlasnika obveznica, sa jedne strane, kao i akcionara i menadžera sa druge strane.

- Prilikom konstruisanja modela za donošenje opravdanih investicionih, finansijskih i dividendnih odluka, koristimo nekoliko alata. Prvi od njih je ***vremenska vrednost novca,*** koja nam omogućava da uporedimo primljena ili isplaćena novčana sredstva u različitim vremenskim periodima i da ih izmerimo, zavisno od tih vremenskih perioda. Pošto većina ulaganja stvara novčane tokove u različitim vremenskim periodima, ključna stvar za donošenje odluke je mogućnost da se ti novčani tokovi konvertuju u vremenu i da se konsoliduju. Vremenska vrednost novca predstavlja i o njenoj primeni detaljnije govorimo u Poglavlju 3. Drugi alat je razumevanje ***finansijskih izveštaja***, s obzirom na to da veliki broj informacija koje u finansijama dobijamo i pružamo potiče iz tih izveštaja. Ovde govorimo o osnovnim računovodstvenim principima i razmatramo kako se oni najbolje mogu prilagoditi finansijskoj analizi. Treći alat vezan je za razumevanje pitanja: kako treba ***proceniti sredstvo***? Takođe, predstavljamo osnovne procene preduzeća i akcija, ali se na tu temu mnogo detaljnije osvrćemo.
- Korporativne finansije obuhvataju sve odluke koje preduzeća donose, a koje utiču na njihovo finansiranje, znači da su i marketinške i strategijske i propagandne odluke, takođe, odluke vezane za korporativne finansije, Tokom donošenja odluka postoji samo jedan cilj korporativnih finansija – maksimizirati vrednosti preduzeća. Da bi se taj cilj postigao, moramo se pridržavati tri osnovna principa korporativnih finansija. Prvi, investicioni, upućuje na to da preduzeće ne treba da investira u ona sredstva koja ostvaruju prinose niže od minimalne zahtevane stope prinosa, gde minimalna zahtevana stopa prinosa odražava rizik investicije i miks duga i akcijskog kapitala koji preduzeće koristi. Drugi princip finansiranja, upućuje na to da preduzeće treba da koristi miks duga i akcijskog kapitala koji maksimizira njegovu vrednost. Treći, dividendni princip, upućuje na to da preduzeća koja nemaju dovoljno investicija koje ostvaruju minimalnu zahtevanu stopu prinosa, vlasnicima preduzeća treba da isplate profit.
- Premda je cilj korporativnih finansija maksimiziranje vrednosti preduzeća, u praksi često prihvatamo uži cilj, a to je maksimiziranje cene akcija preduzeća. Kako merljiv i jasan pokazatelj uspeha preduzeća, cena akcije predstavlja jasan cilj za menadžere prilikom donošenja poslovnih odluka.
- Maksimiziranje cene akcija, kao jedini cilj može biti problematično kada različiti igrači u preduzeću – akcionari, menadžeri, zajmodavci i društvena zajednica – imaju različite interese i rade sa unakrsnim ciljevima. Ove razlike, koje rezultiraju agencijskim troškovima, mogu dovesti menadžere do toga da postave svoje interese iznad interesa akcionara koji su ih zaposlili, mogu

dovesti akcionare da pokušaju prevariti zajmodavce, mogu, zatim, dovesti preduzeća da pokušaju obmanuti finansijska tržišta, te na kraju dovesti do donošenja odluka koje mogu izazivati ogromne troškove za društvenu zajednicu. Uz postojanje ovih agencijskih problema, mnogi smatraju da treba naći alternativu maksimiziranja cene akcija kao cilju. Iako taj cilj izgleda privlačan, svaka od alternativa, uključujući drugačiji sistem korporativnog upravljanja ili drugačiji cilj, ima svoja ograničenja.

- Vremenska vrednost novca centralni je faktor u korporativnim finansijama jer se od nas traži da analiziramo projekte koji ostvaruju novčane tokove tokom više godina i da procenjujemo imovinu sa istim karakteristikama. Zašto više volimo dolara danas nego dolar u budućnosti? Prvi razlog je da postojanje inflacije smanjuje kupovnu moć dolara tokom vremena; drugi razlog je veća želja za potrošnjom danas nego za potrošnjom u budućnosti; krajnja komponenta je neizvesnost vezana za pitanje da li ćemo uopšte dobiti taj dolar u budućnosti. Ova tri faktora se mere dsikontovanom stopom.
- Prilikom računanja vremenske vrednosti novca možemo preduzeti dve osnovne radnje. Prva je ukamaćivanje, kojim ispitujemo koliko će dolara danas vredeti u budućnosti kada se taj dolar investira kako bi ostvario stopu prinosa. Prilikom diskontovanja, proces je suprotan – pitamo se koliko bi dolar iz budućnosti vredeo danas. Diskontovanjem novčanih tokova na sadašnjost možemo upotrebiti novčan tokove koje primamo u različitim vremenskim trenutcima.
- Finansijski izveštaji ostaju primarni izvori informacija za većinu investitora i analitičara. Međutim, postoje razlike u tome kako računovodstveni finansijski analitičari pristupaju iznalaženju odgovora na ključna pitanja vezana za preduzeća. Te razlike istraživali smo u ovom poglavlju.
- Prvo pitanje koje smo razmotrili odnosi se na prirodu i vrednost imovine koju poseduje preduzeće. Kategorisanjem imovine na investicije koje su već izvršne (postojeća imovina) i investicije koje tek treba da se izvrše (sredstva rasta), tvrdimo da računovodstveni izveštaji pružaju značajan broj investicionih informacija o postojećoj imovini, a veoma malo o sredstvima rasta. Fokus na inicijalnu cenu postojeće imovine (knjigovodstvena vrednost) u računovodstvenim izveštajima može dovesti do značajne razlike između iskazane vrednosti ove imovine i njene tržišne vrednosti. Kod sredstava rasta računovodstvena pravila dovode do iskazivanja male ili nikakve vrednosti za ona sredstva nastala internim istraživanjem.
- Drugo pitanje koje smo razmotrili bilo je merenje profitabilnosti. Dva principa na kojima se zasniva merenje profita su: princip fakturisane realizacije – prihodi i rashodi se prikazuju u periodu kada su transakcije nastale, a ne kada je novac primljen ili isplaćen – i princip kategorizacije troškovi na operativne, finansijske i kapitalne. Iako su operativni i finansijski troškovi iskazani u bilansu uspeha, kapitalni rashodi prikazuju se kroz nekoliko vremenskih

perioda u obliku amortizacije. Računovodstveni standardi pogrešno kategorišu troškove operativnog lizinga, te istraživanja i razvoja kao operativne troškove (jer bi trebalo da operativni lizing bude kategorisan kao finansijski trošak, a troškovi istraživanja i razvoja kao kapitalni trošak).

- U ovom poglavlju postavili smo osnove za modele koje ćemo koristiti za procenu kako instrumenata, tako i preduzeća u narednim poglavljima. Postoje dve klase modela za procenu. Opštiji od ovih modela, procena diskontovanjem novčanog toka, može se koristiti za procenu svakog instrumenta sa očekivanim novčanim tokovima tokom njegovog veka trajanja. Njihovu vrednost predstavlja sadašnja vrednost očekivanih novčanih tokova diskontnih po stopi koja odražava rizičnost novčanih tokova, a ovaj princip se primenjuje bez obzira da li neko posmatra beskamatnu državnu obveznicu ili akciju visoko rizičnih preduzeća. Postoje neki instrumenti koji ostvaruju novčane tokove samo u slučaju nastanka određenog događaja i ti se instrumenti neće ispravno vrednovati modelom diskontovanja novčanog toka. Umesto toga, treba ih posmatrati kao opcije i vrednovati ih pomoću modela za određivanje cena opcija.
- Rizik, kako ga u finansijskim definišemo, meri se na osnovu odstupanja ostvarenih prinosa na investiciju od očekivanih prinosa. Postoje dve vrste rizika. Prvi, koji nazivamo akcijski rizik, nastje u slučaju invesicija kod kojih ne postoje obećani novčani tokovi, ali postoje očekivani novčani tokovi. Drugi, rizik neizmirenja obaveza, nastaje kod invesicija sa obećanim novčanim tokovima.
- U slučaju investicija s akcijskim rizikom, rizik se najbolje meri posmatranjem varijanse ostvarenih prinosa u odnosu na očekvane prinose, gde veća varijansa ukazuje na veći rizik. Ovaj rizik može se raščlaniti na rizik koji utiče na jednu ili nekoliko investicija, a koji nazivamo *rizik specifičan za određeno preduzeće*, i na rizik koji utiče na veći broj investicija, koji nazivamo *tržišni rizik.* Kada investitori divresikuju svoje investicije, mogu smanjiti svoju izloženost riziku specifičnom za određeno preduzeće. Ako pretpostavimo da marginalni investitori imaju dobro diversifikovane investicije, zaključujemo da je rizik na koji treba obratiti pažnju kod investicija u akcije – tržišni rizik. Različiti modeli akcijskog rizika, koje smo prikazali u ovom poglavlju, kao zajednički cilj imaju merenje tržišnog rizika, ali se razlikuju po načinu na koji to rade. Kod modela za određivanje cene uloženog kapitala, izloženost tržišnom riziku meri se tržišnom betom kojom se procenjuje koliko će rizika pojedinačna investicija dodati portfoliku sastavljenom od svih instrumenata koji su dostpuni na tržištu Model arbitražnog utvrđivanja cene i multifaktoriski model omogućavaju više izvora tržišngo rizika i procenjuju bete investicija u odnosu na svaki izvor. Regresioni model i model supstituta kod procen rizika obraćaju pažnju na karakteristike preduzeća (npr. njegova veličina) koje su uzajamno povezane sa visokim prinosima u proš-

losti i koriste ih za merenje tržišnog rizika. Kod svih ovih modela mere rizika koriste se za procenu očekivnog prinosa na investicije u akcije. Ovaj očekivani prinos može se smatrati troškom akcijskog kapitala za kompaniju.

- Kod investcija sa rizikom neispunjenja obaveza, rizik se meri verovatnoćom neispunjenja obećanih novčanih tokova. Investicije sa visokim rizikom neispunjenja obaveza treba da imaju veće kamatne stope, a premija koju tražimo izand bezrizične stope naziva se premija za rizik neispunjenja obaveza. Za većinu američkih preduzeća rizik neispunjenja obaveza mere agencije za utvrđivanje rejtinga u formi rejtinga preduzeća. Ti rejtinzi u velikoj meri utiču na kamatne stope po kojima se ta preduzeća mogu zaduživati. Čak i u odsustvu rejtinga, kamatne stope uključiće premiju za rizik neispunjenja obaveza koja odražava procenu rizika neispunjenja obaveza od strane zajmodavaca. Ove kamatne stope prilagođene za rizik neispunjenja obaveza predstavljaju trošak zaduživanja ili trošak emisije obveznica preduzeća.
- Kada analiziramo investicije preduzeća ili procenjujemo njegovu vrednost, treba da znamo trošak sa kojim preduzeće suočava prilikom prikupljanja sredstava emitovanjem vlasničkih i dužničkih hartija, odnosno trošak prikupljanja kapitala. Modeli za procenu rizika i prinosa opisani u prethodnom poglavlju, mogu se koristiti za procenu troška akcijskog kapitala i troška kapitala za preduzeće.
- Polazeći od premise da trošak akcijskog kapitala treba da odražava rizičnost ulaganja u akcije preduzeća za investitore, za bilo koje preduzeće potrebno su nam tri osnovna inputa za procenu troška akcijskog kapitala. Bezrizična stopa prinosa je očekivani prinos na investicije bez rizika neizmirenja obaveza i bez rizika reinvestiranja. Pošto su analize korporativnim finansijama uglavnom dugoročne, bezrizična stopa treba da bude kamatna stopa na dugoročne državne obveznice. Premija rizika meri koliko investitori traže u vidu premije za investiranje u rizične umesto u bezrizične investicije. Premija rizika, koja može varirati od investitora do investitora, može se proceniti posmatranjem bilo prethodnih prinosa na akcije i državne hartije od vrednosti, bilo načina na koji tržište trenutno procenjuje akcije. Beta preduzeća tradicionalno se meri regresijom prinosa po osnovu akcija preduzeća na prinose po osnovu tržišnog indeksa. Ovaj pristup daje neprecizne procene bete i bolje je proceniti betu posmatranjem beta delatnosti kojima se preduzeće bavi.
- Trošak kapitala je ponderisani prosek troškova različitih komponenti finansiranja, a ponderi su zasnovani na tržišnoj vrednosti svake kompanije. Trošak zaduživanja je tržišna stopa po kojoj se preduzeće može zadužiti, prilagođena za bilo koje poreske olakšice pri zaduživanju. Trošak prioritetnih akcija, s druge strane, predstavlja prinos na prioritetne dividende.
- Trošak kapitala je po dva osnova. Na kompozitnoj osnovi on predstavlja iznos koji preduzeća zbirno treba da ostvare od svojih investicija kako bi došla do nulte tačke rentabilnosti. On, takođe, predstavlja odgovarajuću diskontnu

stopu za diskontovanje, očekivanih budućih novčanih tokova kako bismo došli do procene vrednosti preduzeća.

- Diskontne stope ili očekivani novčani tokovi po osnovu projekata mogu se prilagoditi kako bi odražavali rizičnost projekta. Međutim, kod tog procesa moramo ispitati koliko se razlikuje profil rizičnosti projekta od profila rizičnosti preduzeća koje ga razmatra i da li možemo koristiti trošak akcijskog kapitala i trošak kapitala preduzeća, koji su izračunati u prethodnom poglavlju, kako bismo analizirali i projekat.
- Počinjemo ispitivanjem rizičnih izvora akcijskog rizika kod investicija, od rizika koji je specifičan za određeni projekat (koji se može efektivno eliminisati ukoliko preduzeće razmatra veliki broj sličnih projekata svake godine), preko rizika konkurentnosti i rizika privredne grane (koji može biti diversifikovan od strane investitora), do tržišnog rizika, prilikom analize investicija, treba razmatrati samo onaj rizik koji investitori ne mogu diversifikovati. Deo rizika koji ispunjava ovaj uslov variraće od preduzeća do preduzeća, u zavisnosti od toga da li se radi o preduzećima čijim se akcijama javno trguje, u zavisnosti u kojoj meri su njihovi investitori diversifikovani.
- Nakon što su relevantni rizik identifikacije, merimo ga na nivou projekta. Postoje tri osnovna tipa. U slučaju preduzeća koja investiraju u homogene projekte, sa sličnim profilima rizičnosti, koristimo trošak akcijskog kapitala preduzeća. Kada se preduzeća bave različitim delatnostima, ali projekti u okviru svake delatnosti imaju sličan rizik, za tu delatnost koristimo trošak akcijskog kapitala. Kada je projekat jedinstven u smislu rizika, izračunavamo i koristimo trošak akcijskog kapitala za taj projekat.
- U cilju procene rizika neizmirenja obaveza razmatramo i koliko je projekat veliki u odnosu na preduzeće koje ga planira i koliko se razlikuju njegovi novčani tokovi (kako u smislu veličine tako i u smislu promenljivosti) od novčanih tokova preduzeća. Kada su novčani tokovi projekta slični novčanim tokovima preduzeća koje razmatra taj projekat, i kod projekta koristimo pokazatelj duga preduzeća i njegov trošak duga. Kada se novčani tokovi projekta razlikuju, trošak duga i pokazatelj duga koji se koriste za procenu projekta mogu se razlikovati od troška duga i pokazatelja duga preduzeća koje analizira taj projekat.
- U ovom poglavlju razmotrili smo na koji način najbolje možemo proceniti zarade i novčane tokove po osnovu projekta, kako bismo dobili osnovu za poređenje sa minimalnim zahtevanim stopama prinosa. Postupak procene prihoda i direktnih troškova projekta počinje pozivanjem na iskustvo, ukoliko su slični projekti sprovedeni u prošlosti ili šire, ispitivanjem tržišta ili analizom scenarija. Iako više informacija može smanjiti neizvesnost vezanu za procenu i dalje će postojati greška u procenama zbog realne neizvesnosti u pogledu budućnosti.

- Planiranje prihoda omogućava nam da dođemo do računovodstvenih zarada nakon oporezivanja po osnovu projekta, pomoću računovodstvene kategorizacije troškova na operativne i kapitalne troškove i amortizacijom kapitalnih troškova. Zarade se mogu meriti ili kao operativne zarade za sve investitore u preduzeće ili kao neto zarade akcionara, nakon isplate duga.
- Kako bismo od zarada došli do novčanih tokova, dodajemo nenovčane računovodstvene troškove, a oduzimamo kapitalne troškove i sve potrebne investicije u obrtni kapital. Novčani tokovi daju mnogo jasniju sliku o efektima projekata na prinose preduzeća. Prilikom donošenja investicionih odluka bitni su samo oni novčani tokovi koji su direktan rezultat projekta. Nazivamo ih inkrementalnim novčanim tokovima i procenjujemo ih eliminisanjem troškova koji su već nastali (nenadoknadivi troškovi) i fiksnih alociranih troškova.
- Investiciona analiza verovatno je najvažniji deo analize korporativnih finansija. Pravilo investicionog odlučivanja je pravilo koje nam omogućava da napravimo razliku između dobre i loše investicije. Dobro pravilo investicionog odlučivanja održava pravu ravnotežu između fleksibilnosti i konzistentnosti, vodi ka maksimiziranju vrednosti preduzeća i primenljivo je na različite vrste projekta.
- Pravila investicionog odlučivanja kategorisana su na osnovu računovodstvenih zarada, novčanih tokova ili diskontovanih novčanih tokova. Merila računovodstvene stope prinosa, kao što je prinos na akcijski kapital ili prinos na kapital, generalno funkcionišu boje kod projekta koji imaju velike inicijalne investicije, zarade koje su približno jednake novčanim tokovima i tokom vremena ujednačavaju zarade. Kod većine projekata sa amortizacijom knjigovodstvene vrednosti imovine tokom vremena povećaće se računovodstveni prinosi.
- Postoje dva pravila koja se baziraju na novčanim tokovima: novčani prinos na kapital i period povrata. Novčani prinos na kapital je poboljšanje računovodstvenog prinosa na kapital, ali on u potpunosti ne vrši prilagođavanje za sve novčane tokove. Period povrata, koji utvrđuje koliko brzo novčan tokovi po osnovu projekta pokrivaju njegovu inicijalnu investiciju, predstavlja korisno sekundarno merilo učinka projekta ili merilo rizika. Kao primarna tehnika nije baš efektivno jer ne uzima u obzir novčane tokove nakon povratka inicijalne investicije.
- Metode zasnovane na diskontovanim novčanim tokovima pružaju najbolje merilo pravih prinosa od projekta jer se zasnivaju na novčanim tokovima i uzimaju u obzir vremensku vrednost novca. Takođe, najverovatnije je da će ispuniti nape kriterijume za dobro pravilo donošenja investicionih odluka. Među metodama zasnovanim na diskontovanim novčanim tokovima, neto sadašnja vrednost pruža novčanu meru, dok interna stopa prinosa daje procentualnu meru prinosa od projekta. Obe metode zahtevaju iste informacije i

u većini slučajeva, saglasne su kada se koriste za analizu nezavisnih projekata. Interna stopa prinosa ima tendenciju da precenjuje prinose od dobrih projekata jer pretpostavlja da će intermedijalni novčani tokovi biti reinvestirani po internoj stopi prinosa. Kod analize međusobno isključivih projekata, interna stopa prinosa favorizuje manje projekte i predstavlja adekvatnije pravilo za donošenje odluka za preduzeća koja imaju ograničenja raspoloživog kapitala. Čini se da preduzeća, kao sredstvu investicione analize, više naginju ka upotrebi interne stope prinosa, nego neto sadašnjoj vrednosti. To se, delimično može pripisati činjenici da je IRR koje brojčano izražava prinos, a delimično, ograničenjima vezanim za racioniranje kapitala sa kojima se preduzeća mogu suočavati.

- Predviđene promene stope inflacije kod analize projekta mogu se razmotriti na jedan od dva načina. Očekivana stopa inflacije može se uključiti i u novčane tokove i u diskontnu stopu, a analiza se može u potpunosti izvršiti u nominalnim iznosima. Alternativno, novčani tokovi i diskonta stopa mogu se izračunati u nominalnim iznosima. Zaključci treba da budu isti korišćenjem oba pristupa. Nepredviđena inflacija se ne može uključiti u analizu, ali i dalje predstavlja izvor rizika kod projekta.
- Za projekte na stranim tržištima analiza se može izvršiti ili u stranoj valuti, sa novčanim tokovima i diskontnim stopama izračunatim u toj ili domaćoj valuti. Ukoliko se pretpostavlja da je paritet kupovne moći održiv na duži rok, neto sadašnje vrednosti, dobijene pomoću ova dva pristupa, biće jednake.
- Mali broj projekata koje preduzeće razmatra može biti samostalno procenjen. Investiranje u neke projekte može rezultirati odbijanjem drugih projekata, bilo zbog toga što su projekti međusobno isključivi, bilo zbog toga što je preduzeće ograničeno u pogledu iznosa kapitala koji može investirati. Kada su projekti međusobno isključivi i kada imaju isti vek trajanja, možemo izabrati projekat sa najvećom neto sadašnjom vrednošću. Kada projekti imaju različiti vek trajanja, moramo modifikovati neto sadašnju vrednost da bismo uzeli u obzir različiti vek trajanja, bilo konvertovanjem neto sadašnje vrednosti u anuitet, bilo repliciranjem projekta sve dok ne budu imali isti vek trajanja.
- Ograničenje vezano za racionisanje kapitala može postojati bilo zbog toga što preduzeće ima ograničen pristup finansijskim tržištima i kapitalu, bilo zbog nestabilnosti tržišta. Kada postoje ograničenja vezana za racionisanje kapitala, preduzeća moraju modifikovati svoja prava za donošenje odluka kako bi ta ograničenja uzela u obzir. Jedan način da se to uradi jeste da se izračunava indeks profitabilnosti, koji predstavlja odnos neto sadašnje vrednosti i inicijalne investicije, te izabrati projekte koji su najbolje procenjeni pomoću ovog merila. Drugi način je da s koristi interna stopa prinosa.
- Drugi projekti mogu stvarati dodatne troškove kako za postojeće, tako i za buduće projekte, koristeći oskudne resurse koji pripadaju preduzeću. S druge strane, neki projekti mogu ostvariti koristi drugim projektima. Iako se

pristupi koje smo koristili prilikom tretmana ovih dodatnih troškova i koristi mogu razlikovati, svi oni imaju isti cilj. Osmišljeni su da osiguraju da će se novčani tokovi povezani sa ovim dodatnim troškovima i koristima smatrati delom investicione analize, te da se vrednost preduzeća koje razmatra tu investiciju maksimizira.

- Projekti vrlo često nose opcije njihovog odlaganja, proširenja ili napuštanja. Ove opcije imaju vrednost i ponekad mogu dovesti do toga da preduzeća razmatraju ili da preduzimaju projekte koji imaju negativne neto sadašnje vrednosti jer vrednost opcija koje data investicija nosi mogu biti veće od negativne neto sadašnje vrednosti.
- Investicione principe iznesene u prethodnim poglavljima primenili smo na investicije u kratkoročna sredstva. Konsolidovali smo te investicije u merilo koje nazivamo nenovčani obrtni kapital, koji predstavlja razliku između nenovčane tekuće aktive i tekuće pasive koja ne predstavlja novčanu obavezu. Povećanja nenovčanog obrtnog kapitala umanjuju novčane tokove, dok smanjenja nenovčanog obrtnog kapitala povećavaju novčane tokove. Deo neto sadašnje vrednosti, koju smo izračunali u prethodnim poglavljima za pojedinačne projekte, može se povezati sa našim pretpostavkama o potrebama za nenovčanim obrtnim kapitalom.
- Da li postoji optimalan nivo nenovčanog obrtnog kapitala za preduzeće? Kako bismo doneli taj sud, možemo napraviti kompromis između većih novčanih tokova koji bi se ostvarili smanjenjem nenovčanog obrtnog kapitala, kao i manjeg rasta i povećanog rizika koji mogu nastati kao posledica. Optimalni nivo obrtnog kapitala je onaj koji maksimizira vrednost preduzeća. Alternativni pristup je definisati optimalni nivo obrtnog kapitala preduzeća, posmatranjem uporedivih preduzeća iz date privredne grane i prilagoditi ga na osnovu razlike među tim preduzećima.
- Postoje tri glavne komponente nenovčanog obrtnog kapitala. Prvu komponentu čine zalihe. Preduzeća zalihe drže u obliku sirovina, kako bi proces proizvodnje i gotovih proizvoda, kako bi zadovoljila tražnju potrošača. Za preduzeće sa samo jedim proizvodom i jasno definisanim troškovima održavanja zaliha naručivanja, optimalni nivo zaliha može se izračunati pomoću modela ekonomičnog broja narudžbi (EOQ). Generalno govoreći, politika optimalnih zaliha može se odrediti bilo posmatranjem uticaja na novčani tok koji imaju promene politike zaliha, bilo ispitujući politiku zaliha uporedivih preduzeća.
- Druge dve komponente su potraživanja od kupaca (nastaju od kredita koji se daju potrošačima) i obaveze prema dobavljačima (nastaju na osnovu kredita od dobavljača). S jedne strane, omogućavanje potrošačima da kupuju na kredit bez sumnje je efektivan način da se neodlučni potrošači privole na kupovinu, ali time se stvara efekat na novčan tok. S druge strane, uzimanje kredita od dobavljača može imati implicitan trošak zbog popusta koji se

obezbeđuje za plaćanja odmah, ali ovaj kredit ublažava i u nekim slučajevima neutralizuje uticaj davanja kredita. Kreditna politika preduzeća može se analizirati samostalno, posmatranjem efekta pomena politike na novčane tokove i vrednost. Kao što je slučaj i kod zaliha, politika optimalnog kredita za preduzeće je ona koja maksimizira vrednost preduzeća. Alternativa je da se preduzeće može analizirati posmatranjem uporedivih preduzeća u datom sektoru, kako bismo videli da li je njegova kreditan politika suviše liberalna ili suviše stroga.

- Preduzeća često drže značajne iznose novčanih sredstava. Iako novčane i lako unovčive investicije ostvaruju niske prinose, one su takođe, investicije sa niskim rizikom. Kada se novac investira radi ostvarivanja "fer stope prinosa", on nema uticaj na vrednost. Pod određenim uslovima, međutim, veliki iznosi novčanih sredstava mogu biti smatrani uzrokom smanjivanja, odnosno povećanja vrednosti. Kod većih preduzeća koja imaju pristup kapitalu i ograničene investicione mogućnosti, akumulaciju velikih iznosa novčanih sredstava teško je opravdati i to može dovesti do gubitka vrednosti. Kod manjih preduzeća sa dobrim investicionim mogućnostima, potencijalom za visoki rast i ograničenim pristupom kapitalu, držanje velikih iznosa novčanih sredstava može biti smatrano pozitivnim korakom ne samo zbog toga što to preduzeću omogućava da investira, već i zbog toga što to povećava verovatnoću da će preduzeće opstati na tržištu.
- Prvo pitanje vezano je za prethodne investicije preduzeća i na to da li bi te investicije prošle na test za utvrđivanje dobrih investicija; investicije treba da ostvaruju prinose veće od zahtevane stope prinosa i da imaju pozitivne neto sadašnje vrednosti. Primenjujemo isti princip koji koristimo za analizu nove investicije, a zatim proširujemo pristup da bismo uzeli u obzir sve postojeće investicije preduzeća. Koristimo dva pokazatelja za utvrđivanje kvaliteta svih projekata preduzeća – pokazatelj zasnovan na novčanom toku, koji se naziva prinos na investicije u formi novčanog toka i pokazatelj zasnovan na računovodstvenom prinosu, koji se naziva dodata ekonomska vrednost.
- Nakon što smo identifikovali da li su postojeće investicije dobre, razmotrili smo zašto neke kompanije imaju stalan pristup investicijama sa visokim prinosom, dok neke to nemaju. Konzistentni višak prinosa dolazi do konkurentske prednosti pojedinog preduzeća, uključujući ekonomiju obima, patente i robne marke. Dobri menadžeri pronalaze načine da pojačaju svoje postojeće konkurentske prednosti i stvaraju nove i tim procesom stvaraju osnovu za kontinuirani pozitivni višak prinosa po osnovu novih investicija.
- Dužničke hartije od vrednosti stvaraju fiksne obaveze koje se obično odbijaju od poreske obveznice. Zajmodavci nemaju značajnu ulogu u upravljanju preduzećem, sve dok preduzeće ispunjava svoje obaveze. Ukoliko preduzeće ne ispunjava svoje obaveze, zajmodavci mogu preuzeti kontrolu nad preduzećem. Imaoci vlasničkih hartija imaju mnogo veću ulogu u upravljanju

preduzećem, ali primaju novčane tokove koji preostanu nako što se sva druga potraživanja prema preduzeću izmire.

- U okviru širokih kategorija dužničkih i vlasničkih hartija, postoji veliki broj raspoloživih mogućnosti za preduzeća. Preduzeća čijim sa akcijama ne trguje javno mogu prikupiti kapital od vlasnika, investitora u visoko rizične projekte i investitora u preduzeća čijim se akcijama trguje javno. Preduzeća čijim se akcijama trguje javno mogu prikupiti kapital emitovanjem običnih akcija, varanata ili drugih vlasničkih hartija. Iako su preduzeća cijim se akcijama ne trguje javno generalno zavisna od finansiranja putem banaka, preduzećačijim se akcijama javno trguje, takođe, prikupiti kapital pomoću korporativnih obveznica. Kada se koristi kredit od banke ili kada se emituju obveznice, preduzeća mogu promeniti uslove menjajući rok dospeća duga , stepen do kojeg je obezbeđen i to da liće fiksne stope na dugi rok ostati fiksne ili će se promeniti tokom veka trajanja duga (kao što se tržišne kamatne stope menjaju).
- Neke hartije od vrednosti dele iste karakteristike sa dužničkim, a neke vlasničkim hartijama, te se stoga klasifikuju kao hibridi. Zamenljive obveznice predstavljaju kombinaciju duga sa mogućnošću konverzije u akcije, te se mogu smatrati kombinacijom dužničkih i vlasničkih hartija. Iako su kuponske kamatne stope na zamenljive obveznice niže od kuponskih kamatnih stopa na obične obveznice koje emitiju preduzeća, ne postoji troškovna prednost ukoliko je cena mogućnosti konverzije pravilno utvrđena. Prioritetne akcije predstavljaju kombinaciju obaveze po osnovu isplate fiksnih dividendi (što ih čini sličnijim dužničkim hartijama) sa neodređenim rokom trajanja i kulminiranja neisplaćenih dividendi (što je sličnije vlasničkoj hartiji). Regulatorna tela i agencije koja utvrđuju rejting preduzeća često tretiraju prioritetne akcije kao vlasničke hartije, čime dozvoljavaju preduzećima emitentima da se kvalifikuju za veći rejting ili da dobiju odobrenje od regulatornog tela. Na kraju, opcione obveznice su obveznice sa isplatom kuponske kamate i glavnice koja je vezana za cenu sirovine ili nastanak određenog događaja (ili nenastanak određenog događaja). Oni dozvoljavaju preduzeću da emisiju obveznica prilagodi svojimspecifičnim potrbama.
- Preduzeća imaju veliki broj mogućnosti finansiranja, ali stepen do kojih koriste te mogućnosti u velikoj meri varira u zavisnosti u kojoj fazi životnog ciklusa se ona nalaze. Većina preduzeća veliki deo sredstava prikuplja internim finansiranjem, po osnovu novčanih tokova ostvarenih postojećom imovinom preduzeća, iako je stepen do kojeg mogu koristiti interno finansiranje ograničen iznosem novčanih tokova koji ostvaruju postojeće investicije.
- Kod eksternog finansiranja – novčani tokovi koji nastaju iz spoljnih izvora – vrste finansiranja koje preduzeća koriste variraju u različitim fazama njihovog rasta. U fazi početka poslovanja preduzeća se skoro u potpunosti finansiraju pomoću kapitala vlasnika i bankarskog kredita. Utvrđivanjem svoje pozicije na tržištu, traže kapital investitora u preduzeće čijim se akcijama ne

trguje javno i kapital investitora u visoko rizične projekte, a kasnije dolaze do sredstava putem emisija običnih akcija. Preduzeća visokog rasta, čijim se akcijama javno trguje, svoj rast finansiraju emisijom novih akcija i zamenljivih obveznica. Kako sazrevaju, prelaze na emisiju korporativnih obveznica i drugih vrsta dužničkih hartija. Na kraju, sa opadanjem prihoda i smanjivanjem potreba za investiranjem, verovatno je da će preduzeća otkupljivati sopstvene akcije i isplaćivati dug.

- U okviru ovog ciklusa finansiranja preduzeća prolaze kroz tranziciju od jednog načina finansiranja ka drugom. Jedna od tih tranzicija nastaje kada preduzeće čijeim se akcijama ne trguje javno kontaktira sa investitorima u visoko rizične projekte radi prikupljanja dodatnog kapitala. Investitori u visoko rizične projekte imaju velike udele u preduzećima čijimse akcijama ne trguje javno, aktivno učestvuju u upravljanju tim preduzećima i traže strategije izlaza pomoću kojih mogu pretvoriti svoj uspeh u novac. Kako preduzeće raste ikakose njegove potrebe za finansijskim sredstvima povećavaju, ono vrši javnu ponudu svojih akcija, deleći svoj kapital u akcije i nudeći ih javnostipo ceni ponude. U tom slučaju preduzeću pomažu investicioni bankari koji garantuju cenu i obezbeđuju kako tehničku tako i markentišku pomoć. Preduzeće čijim se akcijamajavno trguje može doći do novog akcijskog kapitala ili se na tržištu zadužiti emitovanjem akcija ili obveznica ili emitovanjem prava postojećim akcionarima. U ovoj fazi zavisnosti od investicionih bankara se obično smanjuje.
- Primarna korist od zaduživanja jeste poreska olakšica: isplaćene kamate oduzimaju se od poreske osnovice, dok se novčani tokovi putem akcionarima (dividende) ne oduzimaju. Ova se korist povećava zajedno sa poreskom stopom preduzeća koje se zadužuje. Druga korist od zaduživanja jeste u tome što ono tera menadžere da budu disciplinovaniji prilikom izbora projekata, povećanjem troška neuspeha; serija loših investicija može stvoriti mogućnosti neizmirenja obaveza po osnovu kamata i glavnice.
- Primarni trošak zaduživanja sastoji se u povećanju očekivanog troška stečaja – proizvod verovatnoće neizmirenja obaveza i troška stečaja. Verovatnoća neizmirenja obaveza veća je kod preduzeća koja imaju promenljive novčane tokove. Trošak stečaja uključuje kako direktne troškove stečaja, tako i indirektne troškove stečaja (izgubljena prodaja, potrošeni uslovi za dobijanje kredita, te manja mogućnost za dobijanje kapitala). Zaduživanje, takođe, izlaže preduzeće mogućnosti konflikta između akcionara i vlasnika obveznica u vezi sa investicionim, odlukama o finansiranju i odlukama o dividendama. Odredbe, koje vlasnici obveznica unose u ugovore o kupovini obveznica da bi se zaštitili od prenosa dobiti sa njim na akcionare, koštaju preduzeće kako u pogledu troškova nadzora, tako i u pogledu izgubljene fleksibilnosti. Konačno, zaduživanje rezultira gubitkom finansijske fleksibilnosti.

- Da bi došlo do optimalnog miksa duga i akcija – miksa koji maksimizira vrednost preduzeća – preduzeće može koristiti bilo koji od pet pristupa.
- Prvi pristup zasnovan je na poslovnom prihodu, kod kojeg preduzeća utvrđuju maksimalnu prihvatljivu verovatnoću neizmirenja obaveza. Koristimo istorijske podatke o poslovnom prihodu kako bismo došli do rasporeda poslovniog prihoda. Na osnovu ovog rasporeda ispitujemo maksimalni iznos koji preduzeće može uzeti u zajam, imajućiu vidu ograničenje vezano za verovatnoću neizmirenja obaveza.
- Drugi pristup zasnovan je na trošku kapitala – ponderisani prosek troškova akcijskog kapitala, duga i prioritetnih akcija, čiji su ponderi izvedeni na bazi tržišnih vrednosti, a troškovi finansiranja su tekući troškovi. Održavajući postojeće investicije konstantnim, menjamo udeoduga akcijskog kapitala i izračunavamo trošak kapitala pri svakom odnosu. Cilj je minimizirati trošak kapitala, koji, zauzvrat, maksimizira vrednost preduzeća.
- Treći pristup zasnovan je na diferencijalnom prinosu, kod kojeg ispitujemo efekte promene pokazatelja duga na prinos na akcijski kapital i na trošak akcijskog kapitala. Iako oboje imaju tendencije povećanja kako se pokazatelj duga povećava, fokusirajmo se na pronalaženje pokazatelja duga koji maksimizira raspon između prinosa na akcijski kapital i troška akcijskog kapitala. Povećanjem raspona, generalno, povećaćemo vrednost po akciji, iako, kao posledica toga, postoji opasnost podinvestiranja.
- Četvrti princip zasnovan je na prilagođenoj sadašnjoj vrednosti, omogućava nam da procenimo vrednost preduzeća pri različitim nivoima duga, dodajući sadašnju vrednost poreskih olakšica poosnovu zaduživanja na vrednost nezaduženog preduzeća, a zatim oduzimajući sadšnju vrednost očekivanih troškova stečaja. Optimalni pokazatelj duga jeste onaj koji maksimizira vrednost preduzeća. Ključni dodatni imputi su verovatnoća stečaja, pri svakom pokazatelju duga, te ukupni trošak stečaja uključujući direktne i indirektne troškove.
- Kod petog principa, upoređujemo pokazatelj duga preduzeća s pokazateljima duga sličnih preduzeća. Iako preduzeća često upoređuju svoje pokazatelje duga sa prosecima u njihovoj industriji, ova poređenja generalno, nisu korisna u prisustvu velikih razlika među preduzećima u okviru iste industrije. Regresija pokazatelja duga prema osnovnim fundamentalnim vrednostima koje određuju zaduživanje daje više informacija o opštoj grupi preduzeća i može se iskoristiti za predviđanje pokazatelja duga za veći broj preduzeća.
- U ovom poglavlju, ispitali smo kako preduzeća menjaju svoje pokazatelje duga u cilju postizanja svog optimalnog pokazatelja, te kako biraju odgovarajući instrument finansiranja kako za postojeću imovinu, tako i za nove projekte.
- Neka preduzeća koja su podzadužena ili prezadužena mogu izabrati da ne pređu sa tekućih pokazatelja duga na optimalni nivo. To mogu odlučiti ili

zbog toga što njihov cilj nije maksimiziranje vrednosti preduzeća, koji je u osnovi optimalnih pokazatelja duga, ili zbog toga što smatraju da nedostaci prelaska na optimalni pokazatelj duga prevazilaze prednosti. Preduzeće, koje odluči da promeni finansijski miks, to može odraditi brzo ili postepeno. Mnogo je verovatnije da će preduzeća brzo promeniti svoj finansijski miks ukoliko postoji spoljni pritisak na njih. Kod podzaduženih preduzeća, pritisak se javlja u vidu neprijateljskih preuzimanja, dok se u slučaju prezaduženih preduzeća, javlja u obliku rizika neizmirenja obaveza i stečaja. Preduzeća koja nisu pod spoljnim pritiskom promene, imaju taj luksuz da postepeno dostignu svoj optimalni pokazatelj duga.

- Preduzeća mogu promeniti svoj pokazatelj duga na četiri načina. Mogu izvršiti dokapitalizaciju postojećih investicija, emisijom novih obveznica, kako bi se smanjio broj akcija, ili emisijom novih akcija, kako bi se optplatio dug. Mogu prodati postojeću imovinu i ta sredstva upotrebiti da smanje broj akcija ili otplate dug. Mogu investirati u nove projekte i finansirati te investicije nesrazmerno u odnosu na obveznice ili akcije. Na, kraju mogu povećatiili smanjiti dio svojih zarada koji se vraćaju akcionarima u obliku dividendi ili otkupa sopstvenih akcija od strane preduzeća. Kako bi odlučila šta da izaberu, preduzeća treba da razmotre koliko brzo treba da promene svoje pokazatelje duga, kvalitet novih investicija koje podrazumevaju likvidnost postojećih investicija. Preduzeća sa boljim investicionim mogućnostima treba da investiraju u projekte, a preduzeća sa likvidnom imovinom treba da razmišljaju o njihovoj prodaji.
- Na kraju, ispitivali smo kako preduzeća biraju svoje instrumente finansiranja. Usklađivanje novčanih odliva po osnovu finansiranja projekata i novčanih priliva po osnovu imovine smanjuje rizik neizmirenja obaveza i povećava sposobnost zaduženja preduzeća. Primenjujući ovaj princip, dugoročna imovina treba da se finansira dugoročnim zaduživanjem, imovina s novčanim tokovima koji se menjaju u zavisnosti od inflacije treba da se finansira dugom koji ima fluktuirajuću kamatnu stopu, imovina sa novčanim tokovima u stranoj valuti treba da se finansira dugom u istoj valuti, a imovina s rastućim novčanim tokovima treba da se finansira sa zamenlivim obveznicama. Ovo usklađivanje može se izvršiti intuitivno posmatrajući tipičan projekat, ili se može zasnovati na istorijskim podacima. Promene poslovnog prihoda i vrednostimogu se regresirati na promene makroekonomskih varijabili kako bismo izmerili osetljivost preduzeća na te varijabile. Taj rezultat se, zatim, može iskoristiti za utvrđivanje optimalnih instrumenata finanisranja za preduzeće.
- Postoje različita shvatanja dividendne politike. Prvo polazi od mišljenja da su dividende neutralne, te da one niti povećavaju niti smanjuju vrednost kompanije. Akcionarima je, zbog toga, svejedno da li će dobiti dividendu ili ostvariti kapitalnu dobit. Ovaj stav zasnovan je na predpostavkama da ne

postoji nepovoljan poreski tretman dividendi uodnosu na kapitalnu dobit, te da preduzeća mogu, bez troškova emisije, prikupiti eksterna finansijska sredstva za nove investicije.

- Drugo shvatanje jeste da dividende uništavaju vrednost za akcionare jer su poreske stope na dividende mnogo veće od poreskih stopa na kapitalnu dobit. Dokaz za ovaj nepovoljni poreski tretman je snažan kako u poreskim propisima, tako i na tržištu, prilikom posmatranja kreiranja cena akcija a na dan bez prava na naplatu dividende. U proseku cene akcija opadaju manje od iznosa dividende; ovo ukazuje na to da akcionari većine preduzeća smatraju da su dividende manje atraktivne od sitnog iznosa kapitalne dobiti.
- Treće shvatanje polazi od toga dadividende mogu povećati vrednost, barem nekih preduzeća. To su preduzeća koja su stekla akcionare na periferiji dividende u odnosu na kapitalnu dobit, akoja treba da nastave sa isplatom velikei rastuće dividende, kako bi njihovi akcionari bili zadovoljni. Dalje rastuće dividende mogu služiti kao pozitivan znak finansijskim tržištima i omogućiti preduzeću da promeni svoj finansijski miks tokom vremena. Na kraju, ukoliko se preduzeća nateraju da isplaćuju dividende, smatraju se novčana sredstva raspoloživa menadžerima za nove investicije. Ukoliko menadžeri ne investiraju sa ciljem maksimiziranja dobiti akcionara, time se poboljšava položaj akcionara.
- Našu definiciju novca koji se vraća akcionarima proširili smo da bi smo, pored dividendi, uključili i otkup sopstvenih akcija od strane preduzeća. Posebno su preduzeća u SAD-u počela da koriste otkup sopstvenih akcija, odnosno vraćanje novca akcionarima selektivno, odnosno onima koji to žele.
- Sa ovom proširenom definicijom povraćaja novca akcionarima, prvo smo koristili pristup zasnovan na novčanom toku da bismo utvrdili da li preduzeće isplaćuje prevelike ili premale iznose svojim akcionarima. Da bi se doneo ovaj sud, predpostavili smo koliko raspoloživog novca preduzeće ima za isplatu svojim akcionarima. Izmerili smo ovaj novčani tok proučavajući koliko je novca ostalo nakon zadovoljenja potrebe reinvestiranja i otplate dospelog duga i to smo nazvali slobodnim novčanim tokom prema akcionarima. Nakon toga smo proučavali kvalitet projekata preduzeća; preduzećima sa boljim projektima akcionari su dali veću slobodu da akumuliraju novčana sredstva nego preduzećima koja imaju nezadovoljavajuće prinose na projekte. Nakon toga smo razmotrili efekat želje za povećavanjem ili smanjivanjem pokazatelja duga na to koliko novca je vraćeno akcionarima. Konačno, razmatramo sva tri faktora – novčani tok raspoloživ za akcionare, prinos na postojeće investicije i potrebu za povećanjem, odnosno smanjenjem pokazatelja duga – kako bismo došli doširih zaključaka u vezi sa dividendnom politikom. Preduzeća sa dobrim rezultatima pri investiranju mogu isplaćivati manje dividende negošto im omogućavaju novčani tokovi, a ada ne budu suočeni sa znatnim pritiskom akcionara da isplaćiju veće iznose. Kada akcionari ne

veruju menadžerima preduzeća da pametno investiraju, preduzeće će verovatnije biti pod pritiskom akcionara da višak novčanih sredstava isplati akcionarima.

- Preduzeća koja nameravaju da promene svoju dividendnu politiku mogu minimizirati troškove takve radnje, posebno kada preduzeća treba da smanje dividende kako bi sačuvala novac radi pokrića opravdanih potreba za reinvestiranjem. Iako inicijalna reakcija na najavu smanjivanja dividende verovatno može biti negativna, preduzeća mogu otkloniti dio negativnosti dostavljajući tržištima informacije o investicijama koje nameravaju da preduzmu sa sačuvanim sredstvima.
- Preduzeća mogu svojim akcionarima, pored isplate dividendi, novac vratiti na nekoliko načina. Mogu otkupiti sopstvene akcije na otvorenom tržištu, otkupom na osnovu ličnih pregovora ili javnom ponudom za otkup. Time mogu biti u stanju da svojim akcionarima smanje poresku obavezu i učvrste kontrolu nad preduzećima. Međutim, uticaj signalizacije otkupa može biti manji jer se preduzeća, generalno gledajući, ne obavezuju da vrše otkup svake godine, a čak i preduzeća,koja obavljaju otkupe, često ih ne sprovode u delo. Alternativa tome jeste da preduzeća otkupom sopstvenih akcija putem trminskih ugovora,po fiksnoj ceni u budućnosti, dokažu svoju obavezu otkupa sopstvenih akcija. Veću korist od signalizacije treba uporediti sa izgubljenom fleksibilnošću koju takva obaveza povlači.
- Preduzeća mogu prduzimati određene radnje kojima se menja broj akcija u opticaju, a da time ne utiču na imovinu ili novčane tokove preduzeća. Ove radnje uključuju usitnjavanje akcija, u tom slučaju postojeći akcionari dobijaju dodatne akcije preduzeća srazmerno postojećem broju novih akcija, i dividende u novim akcijama, koje se koriste kako bi se pojačale ili zamenile dividende u novcu. Usitnjavanje akcija i dividende u obliku novih akcija ne uriče na novčane tokove preduzeća i njegovu vrednost, iako utiču na vrednost po akciji. Međutim, oni mogu funkcionisati kao signal tržištima i na taj način ostvariti uticaj na cenu.
- Postoje dva osnovna pristupa za procenu preduzeća. Prvi pristup je procena diskontovanog novčanog toka, kojom se vrednost bilo koje imovine procenjuje izračunavanjem sadšnje vrednosti očekivanih novčanih tokova koji nastaju po osnovu tih sredstava. Proces procene generalno zahteva četiri inputa:
  - Dužinu perioda u kojem se očekuje da će preduzeće ili imovina generisati rast veći od stope stabilnog rasta (koja ima ograničenje da bude manja ili jednaka stopi rasta privrede u kojoj preduzeće posluje);
  - Novčane tokove u periodu visokog rasta;
  - Konačnu vrednost na kraju perioda visokog rasta;
  - Diskontnu stopu.
- Očekivani rast može varirati od preduzeća do preduzeća – neka preduzeća su već dostigla stopu stabilnog rasta, dok se kod drugih preduzeća očekuje da će

visoka stopa rasta trajati određeni vremenskiperiod u budućnosti. Poslovna sredstva preduzeća možemo proceniti diskontovanjem novčanog toka prije isplate obaveza po osnovu duga, ali nakon reinvestiranja, po trošku kapitala. Sabiranjem vrednosti novčanih i vanposlovnih sredstava dobijamo vrednost preduzeća, a oduzimanjem duga dobijamo vrednost akcijskog kapitala.

- Drugi pristup procene je reletivna procena – vrednost svakog sredstva procenjena je posmatranjem cena ″sličnih sredstava″ na tržištu. Ključni koraci u ovom pristupu su definisanje ″uporedivih″ preduzeća ili sredstava biranjem standardizovanog pokazatelja vrednosti (obično vrednost kao pokazatelj zarada, novčanih tokova ili knjigovodstvene vrednosti) u cilju procene preduzeća da bi se uporedili pokazatelji više preduzeća, moramo kontrolisati razlike u rastu, razliku u novčanim tokovima, kaošto bismo morali da uradimo i prilikom procene na osnovu diskontovanog novčanog toka.
- Mnogi menadžeri danas razmišljaju o povećanju vrednosti. Polazeći od principa vezanih za diskontovanje novčanih tokova, vidimo da vrednost preduzeća može biti povećana promenom jednog od četiri osnovna imputa za izračunavanje vrednosti: novčanih tokova po osnovu postojeće imovine, očekivane stope rasta tokom perioda visokog rasta, trajanje perioda visokog rasta i troška kapitala. Nasuprot tome, radnjama koje ne menjaju nijednu od ovih varijabili ne može se stvoriti vrednost. Novčani tokovi po osnovu postojeće imovine mogu se povećati smanjenjem troškova i efikasnijim poslovanjem, kao i smanjenjem poreza na prihod i smanjenjem investicionih potreba (kapitalno održavanje i investicije u nenovčani obrtni kapital). Očekivani rast može se povećati povećanjem stope reinvestiranja ili prinosa na kapital, ali povećanje stope reinvestiranja ostvariće vrednost samo ako prinos na kapital premaši trošak kapitala. Visok rast, barem onaj koji stvara vrednost, može trajati duže stvaranjem novih konkurentskih prednosti ili povećanjem postojećih. Na kraju, trošak kapitala može se smanjiti približavanjem optimalnom pokazatelju duga, koristeći dug koji je prikladniji za imovinu koja se finansira i smanjenjem tržišnog rizika.
- Preuzimanja se dešavaju u nekoliko oblika iz različitih razloga. Preuzimanja se mogu klasifikovati na osnovu toga šta se sa ciljnom kompanijom dešava nakon preuzimanja. Ciljna kompanija može biti pripojena preduzeću sticaoca (pripajanje), može se stvoriti novo preduzeće u kombinaciji sa kompanijom sticaocem (spajanje) ili kompanija može ostati nezavisna (otkup akcija).
- U analizi preuzimanja postoje četiri koraka. Prvo, definišemo motive za preuzimanje, kao što je: podcenjenost ciljne kompanije, korist po osnovu diversifikacije, potencijal za sinergiju, vrednost stvorena kroz promenu načina upravljanja ciljnom kompanijom i sopstveni interes menadžera. Drugo, biramo ciljnu kompaniju, koja je po svojim karakteristikama najboji kandidat, s obzirom na motiv odabran u prvom koraku. Treće, procenjujemo ciljnu kompaniju, predpostavljajući da njome i dalje upravlja postojeći menadž-

ment, a onda je ponovo procenjujemo uz predpostavku da ima bolji menadžment. Razliku između ove dve vrednosti definišemo kao vrednost kontrole. Takođe, procenjujemo svaki od različitih izvora poslovne i finansijske sinergije i kombinovanu vrednost smatramo vrednošću ukupne sinergije. Četvrto, proučavamo mehanizme preuzimanja. Ispitujemo koliko kompanija sticalac treba da plati za ciljnu kompaniju, s obzirom na vrednosti procenjene u prethodnom koraku, uključujući koristi od sticanja kontrole i postizanja sinergije. Takođe, razmatramo dali sticanje treba da bude finansirano novcem ili akcijama i kako izbor računovodstvenog pristupa sticanju utiče na taj izbor.

- Otkup kompanije od strane menadžera ima neke karakteristike sticanja, ali se, takođe, razlikuje u značajnim segmentima. Nepostojeće kompanije sticaoca, činjenica da menadžeri kompanije postaju njeni sticaoci i pretvaranje stečene kompanije u preduzeće čijim se akcijama javno ne trguje, imaju implikacije na vrednot kompanije. Ukoliko je takav otkup finansiran prvenstveno zaduživanjem (LBO), pokazatelj duga će se promeniti u budućnosti, što će dovesti do promena budućeg troška akcijskog kapitala, troška duga i troška kapitala.
- Teorija određivanja cena opcija ima široku primenljivot u korporativnim finansijama, a mi smo u ovom poglavlju istražili neke od načina primene ove teorije. Počeli smo diskusijom o nekim pitanjima merenja koje čine određivanje cena stvarnih opcija mnogo težim od određivanja cena opcija na finansijske instrumente. Nakon toga, razmotrili smo tri opcije ugrađene u investicioni projekat – opcija ekspanzije projekta, opcija napuštanja projekta i opcija odlaganja projekta. Opcija ekspanzije neke investicije ima vrednost jer je vrednost novčanih tokova po osnovu ekspanzije neizvesna i može imati veliku vrednost kod određenih scenarija. Opcija odlaganja investicija implicira pravo a investiciju s negativnom neto sadašnjom vrednošću u današnje vreme može još uvek biti vrednost jer varijabilnost novčanih tokova može stvoriti pozitivnu neto sadašnju vrednost investicije u budućnosti. U stavri, patenti, neiskorišćene rezerve sirovina i istraživanje u razvoj mogu biti posmatrani kao opcija odlaganja. Konačno, opcija napuštanja investicija štiti kompaniju od potencijalnog neuspeha, ukoliko novčani tokovi budu negativni, a to investiciju čini atraktivnijom. U svim ovim slučajevima, bazni instrument je projekat, a opcije dodaju vrednost preduzeću. Vrednost ovih opcija treba da bude ugrađena u investicionu analizu i može rezultirati prihvatanjem investicije, koja bi, inače, bila neprihvatljiva.
- Kod strukture kapitala, utvrđivanje cena opcija može se koristiti za vrednovanje finansijske fleksibilnosti. Tako preduzeća održavaju mogućnost dodatnog zaduživanja ili drže velika raspoloživa novčana sredstva, kako bi bila u stanju da investiraju u atraktivne projekte koji se mogu iznenada pojaviti (na primer, mogućnost preuzimanja nekog preduzeća). Vrednost fleksibilnosti kao opcije biće veća kod preduzeća s neizvesnim investicionim potrebama, s potencijalom za ostvarivanje velikih i održivih ekstra prinosa na nivou investicije.

- Planovi 401k slični su tradicionalnim IRA planovima i dozvoljavaju da poslodavci uplaćuju doprinose u iznosu koji uplaćuju zaposleni. Ovu prednost ne treba propustiti.
- Realizacija kapitalnih dobitaka se može odložiti i oni se kasnije mogu oporezovati po nižoj stopi. Stoga, investicija u akcije sa niskim dividendama sama po sebi predstavlja poresku zaštitu. Od poreza bi prvo trebalo zaštiti investicije u kamatonosne hartije od vrednosti.
- Beneficije socijalnog osiguranja predstavljaju važan deo prihoda u penziji.
- Planovi štednje trebalo bi da obuhvate velike izdatke kao što su troškovi školovanja dece.
- Vlasništvo nad stanom treba posmatrati kao zaštitu (hedžing) od troškova iznajmljivanja stana.
- Neizvesnost u pogledu trajanja života i ostalih nepredvidljivih okolnosti trebalo bi razrešiti pomoću doživotnih anuiteta i odgovarajuće polise osiguranja.
- Institut CFA je napravio sistematski okvir za prevođenje namera investitora u strategiju investiranja. Tri glavna činioca su : ciljevi, ograničenja i politika investiranja. Ciljevi investitora obuhvataju zahtevani prinos i toleranciju prema riziku, što ukazuje na odnos između rizika i prinosa koji predstavlja glavno pitanje u investiranju. Ograničenja investitora obuhvataju neophodnu likvidnost horizont, propise, poreske obaveze i jedinstvene potrebe raznih investitora. Politika investiranja obuhvata odluke portfolio menadžera koje se tiču alokacije aktive i selekcije hartija od vrednosti.
- U glavne institucionalne investitore spadaju penzioni fondovi, investicioni fondovi, kompanije za životno osiguranje, kompanije za osiguranje imovine i lica, banke i zadužbinski fondovi. Za individualne investitore, pitanja koja se odnose na životni ciklus predstavljaju najvažniji faktor prilikom definisanja ciljeva, ograničenja i politike investiranja.
- U glavne klase aktive spadaju: gotovina (aktiva tržišta novca), hartije od vrednosti sa fiksnim prihodom (obveznice), akcije, nekretnine, plemeniti metali i kolekcionarski predmeti. Alokacija aktive odnosi se na odluku o tome koji deo sredstava treba uložiti u svaku klasu aktive. Aktivna strategija alokacije aktive zahteva da se često prave prognoze tržišnih uslova i da se alokacija koriguje u skladu sa tim prognozama.
- Aktivna selekcija pojedinačnih hartija od vrednosti podrazumeva analizu hartija od vrednosti i izbor portfolija. Analiza pojedinačnih hartija od vrednosti neophodna je da bi se odabrale hartije od vrednosti koje će činiti skladan portfolio i nadmašiti pasivni benčmark.
- Možda je najvažnija karakteristika investiranja ta što je to dinamičan proces. Portfoliji se moraju stalno nadgledati i korigovati. Učestalost i trenutak donošenja raznih odluka sami po sebi predstavljaju važne odluke. Za uspešno upravljanje investicijama potrebno je kontrolisati dinamične aspekte ovog procesa.

GLOBALNA LITERATURA

- A, Katunarić, Banka, Principi i praksa bankovnog poslovanja, Centar za informacije i publicitet, Zagreb, 1988.
- Alkinson i J. Stiglitz, Lectires on public economics, McGraw-Hill, N. York, 1980.
- A. Blinder i S. Fisher, Inventories, Rational Expectattons, and the Busmess Cycle, Mime, septembar 1980.
- Blinder, Inventories inthe Keynesian Macro-Model, Kylos, decembar 1980.
- A. Chaineau, Mecanismes et politique monetaires, P.U.F., Paris 1981.
- F. Curierman. Relative Price Variability, Inflation andthe Allocative Efficiency of the Price System, Journal of Monetary Economics, mart 1982.
- Fourcans, Pour mi nouveau liberalisme, Albin Michel, Paris, 1983.
- L.Leijonhufvud, O kejnzijanskoj ekonomici i o ekonomici J. M. Keynesa, Centarzakulturnu djelatnost, Zagreb, 1983.
- T.Lewis, The Psychology of Tasation, St. Martin's Press, N. York. 1982.
- O. Krueger, Exchange Rate Determination, Cambridge University Press, Cambridge 1983.
- A. Peacock i F. Forte, The Political Economy of Taxation, Mattin's Press, N. York, 1981.
- A. Rovčanin, Upravljanje finansijama, Ekonomski fakultet, Sarajevo, 2001
- M. Sherman, Staflation, Harper and Row, 1983.
- A. Woll (Ed.), Inflation, John Martion Publishing, London, 1980.
- A.B. Atkinson i A. B. Atkinson i J. E. Lectures on Publich Economics, Mc Graw-Hill, 1980.
- A.C. shapiro, Multinational Financial Management, Apup and Bacon, Boston, 1989.
- A.G. Puxty i J. C. Dodds, Financial management, Chapman and Hall, London, 1991.
- A. Leijonhufvud, Information and Coordination, Oxford University Press, Oxfrod,1981.
- A. Ackerman, Reaganomics, Rhetoricys Reality, Pluto Press, London, 1982.
- J. C. Van Horne, Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menadžment), Mate, Zagreb, 1993.
- B.Defrančeski, Finansijsko poslovanje organizacija u uženog rada, Savremena administracija, Beograd, 1989
- B. Kovač, Finansijska struktura i politika predazeća u postsocijalističkom društvu, u Z. Pjanić, J. Bajec (Red.) Tržište, kapital, svojina". Ekonomika, Beograd, 1991.
- B. Ljutić, Osnovi finansija za menadžere, Panda Graf. Beograd, 1996.
- M. Mitnick, The Political Economy of Regulation, National and Multinational Monetary Concers, 1982.

- R. Nivollet, Les modeles macro-economiques francais coutre le monetarisme? Cahiers de recherche de l'Ecole Nationale supereieure de l'enseigment technique, 1981.
- P. Herber. Modern Public Finance, R. D. Inwn. Homewood. 1983.
- R. Rees, Financial Analysis, Prentice, Hall, N. York, 1990.
- B.A. Eales, Financial risk, Management, Mc Graw-Hill, N.York, 1995
- B. Cairneross, The Relationship Between Fiscal and Monetary Policy, Banca Nationale del Lavoro, Quarterly Review, decembar 1981.
- B. Ćosić, B. Jorgić i D. Puljić, Berza hartija od vrednosti i berzansko poslovanje, Jugoslovensko tržište kapitala, Beograd, 1991.
- A. Aguirre, Taxation in Subsaharan Africa, MMF, Washington,1981.
- A. Atkinson, Economics: The Science of Choice, R. D. Irwin, Homewood, 1983.
- W. Smith (Ed.), The Modern Theory of Corporate Finance, Mc Graw - Hill. N. York. 1990.
- C. Bordes-Marcilloux, Macroeconomie, Dallor. Paris, 1980.
- C. K. Brown i P.M. Jackson (Ed) , Public Economics, Basil Blackwell, Oxford, 1990.
- C. Parker, Menagement Information Syistem, Me Grow-Hill, N.York, 1989.
- C. R. Whitlok, R.D. Krumne i D.P. Crevellone, Menadžment u akciji, Mladost, Beograd, 1990.
- C. V. Brown, Taxation and the Incetive to Work, Oxford Universiti Press, Oxford, 1980.
- C.V.Brown i P.M. Jockson (Ed) , Public Sector Economics, Basil, Blackwell, Oxford, 1990.
- Ch. Grant, Those debt proposals: Radical or just wrong?, Euromoney, juli 1983.,
- Ch. K.Coe, Public Financial Management, Englewood Cliffs, Prentice Hall, 1989.
- Ch. Kindleberger i J. P. Laffargue (Ed.), Financiai Crisis, Cambridge, Cambridge University Press, 1982.
- D. A. Currie Money Supply, Rules, Government Financing and the Design of Automatic Policy-Responses, Department of Economics Discussion Papers, Queen Mary College, No. 66 1980.
- A. Seh (Ed.), Readings in Strategic Management, Maemillan Press, London, 1989.
- B. Blake, Financial Market Analysis, Maiden head, Mc Grow-Hill, 1992.
- F. Green, Business, Government, and Society, N. York, Macmillan. 1983.
- G.Gale, Money in Equilibrium. Cambridge, Cambridge University Press, 1982,
- J. H. Adam, Longman Concise Diktionary of Business Englis, Longman, London. 1985.
- D. Jovović, Jugoslavija i Međunarodni monetarni fond, Ekonomika, Beograd, 1991.
- D. Jurković , Poslovne finansije, Narodne novine, Zagreb, 1980,
- D. Jurković, Poslovne finansije, Informator, Zagreb, 1989.
- D. Krasulja, Poslovne finansije, Ekonomeki fakultet, Beograd, 1986.

- D. M. Chance, Options and Futures, The yden Press, London, 1992.
- D. M. Vuković, Međunarodna trgovinska politika, Savremena administracija, Beograd. 1991.
- D. Popović, Oporezivanje dohotka organizacija u uženog rada, “Savremena administracija”, Beograd, 1986.
- D. Siegel, The Futures Markets, Probus Publishing Cotrapy, Chicago, 1990.
- D. Slović, Bilans i poslovne finansije, Ekonomika, Beograd, 1990,
- D.F. Bradford, The of Tax Polica Todvards Savings, u G.M. Furstemberg (Ed) The Governament and Capital Formation, Ballinger, Cambrige.1980.
- D.K.Eticman i A.I. Stonebill, Multinational Busines Finance, Addision- Veslev Publishing Company, N.York, 1989.
- D.R. Cameron, On the Limits of the Public Economy, i R. Hollingsworth (Ed), Goverment and Economic Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence, Journal of Political Economy, decembar 1982,
- Dragoljub Stojanov: Međunarodne finansije, Sarajevo, 1981.
- Đ. Evans i B. Berman, Marketing, Ekonomika, Moskva ,1990.
- E.J.Bomhoff. The Quantity Theory and Racional Expcetations. North-Holland, Amsterdam. 1980.
- A. Brett, International Money and Capitalist Crisis, The Anatomy of Global Desintegration, Neinemann. London, 1983.
- B. Flipo, Personal Management. McG. HBC.N.York. 1984.
- Currie, R. Dunn i D. Fogarty, The New lmmiseration: Stagflation, Inequaliry and the Working Clas. Socialist Review, novembar-decembar 1980,
- F. Fama, Inflation, Oulput and Money, Journal of Business, april 1982.
- E. Helfert, Techniques of Financial Analysis, Invin, Homewood, Ilinois, 1987.
- K. Browning, Public Finance and the Price System, Macmillan, N. York, 1983.
- E. Rossier, Economie Structurele, Economica, Paris. 1980.
- European Economy - the Climate Challenge; Economic aspects of the Community's strategy for limiting
- European Economy - the Economics of limiting CO2 emissions, Special Edition, No. 1 Luxemburg, 1992.
- F. Mishkin: Finansijska tržišta i institucije, prevod, Mate, Zagreb, 2005.
- P.Poulon, Economie generale, Dunod, Paris, 1982.
- R.Rohatyn, Plan fer stretching out global debt, Business Wekk, februar 1983.,
- F.C. Jeger i N.E. Sciz, Financial Institution Managemnet, Englewood Cliffs, Prentice- Hakk., 1989.
- Faucheux, S., Noël J. F., Economie des ressources naturerelles et de l’environment, Armand Colin, Sorbonne, Paris, 1995.
- Filipović, S. Međunarodne institucije i mehanizmi za rešenje problema globalnog zagrevanja, Ekonomski fakultet, Beograd, 2004.
- Dimitrić Mira, Finansijski inžinjering u funkciji efikasnog privređivanja, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta, Rijeka 1991.
- Ž. Ristić, S. Komazec, R. Klincov i J. Marković, Finansijski menadžment, Univerzitet za poslovne studije, Banja Luka, 2006.

- Foley. B. J., Tržište kapitala, MATE, Zagreb, 1998.
- B.Bird, Developing Country Interests in Proposals for International Monetary Reform, u T. Killick (Ed.). Adjustruent and Financing in the Developing World: The Role of the International Monetary Fund, MMF, Washington, 1982.
- Connor Hedging, u J. Eatwel, M. Milgate i P. Newman (Ed) , Finance, Mac Millan, London 1989.
- D. N. Worswick, The Money Supply and the Exchange Rate, Oxford Economic Papers, juli 1981.
- U. Moore, Business Cycles, Inflation and Forecasting, Ballinger, Cambridge, 1983.
- J. Macesich, Monetarism, Theory and Policy, Praeger, N. York. 1983.
- G. Magnitico, Una proposta per evitare i crack finanziario internacionale, II Sole - 24 Ore, decembar 1982.
- G. R. Feiwel, Samuelson and Neoclassical Economics, Cluwer-Nijhof, Boston-Hague-London, 1981.
- G. Starling i OW. Baskin, Issucs in Busuness and Society, Capitalism and Public Purpose, Kent Publishing Company, Boston, 1985.
- G. V. von Furstenberg (Ed.), The Govemment and Capital Formation. and Economic Activity, Cambridge, Ballinger. 1980.
- G. von Furstenburg (Ed.), The Govermnent and Capital Formation, Ballinger, N. York, 1980.,
- G. W. Wilson, Inflation, Indiana University Press, Indiana, 1982.
- G. Harcourt (Ed) , The Macroeconomic foundation of Macroeconomic Policy, St Marlins Press, New
- G. Kopits, International Comparision of Tax depresiation Practices, SAD 1975., Z. Sh.Sha, Japanes Taxes, 1979-1980. Tokio, 1981
- Grupa autora, Basic Financial Management, Prentice-Hall, New Jersy, 1991.
- Grupa autora, Mikrosimulation in der stenerpolitik.Heidelberg, Physica. 1992.
- Grupa autora, Tehnologija spoljnotrgovinskih poslova, Beograd, Jugoslavija publik, 1992.
- Grupa autora. Berzanski pojmovnik, Berza, novembar 1992.
- J. McCulloch, Money Inflation, A Monetarist Approach, Academic Press, N. York, 1982.
- M. Kaufman, Financial Instituions, Financial Instituions, Financial Markets, and Money, Harcourt Brace Jovanovich, San Diego, 1983.,
- Neuman, Traite d'economie financiere, P.U.F. Paris, 1980.
- H. Ulbrich, International Trade and Finance, Theory and Policy, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, 1983,
- H. Wagner, Inflation, WiirzburgaVien, Phisica, 1983.
- H. J. Aron i M.J Boskin (ed), The Economicsof Taxation, The Brookings Insolution, Washington, 1980,
- H.S. Rose, What is Labor Supply and Taxes it? American Economic ewiev, maj
- Hadži–Petrović Miljka: Unutrašnji platni promet u Jugoslaviji, Informator, Zagreb, 1980.

- Harrington, R.: Asset and Liabilitv by Banks, OECD, Paris, 1987,
- Hellen Baumer, Crowding-out: une menace pour les investissements prives, Le Mois économique et financière, novembar 1982.
- I. Demiriag i S. Goddard, Financial Management for International Bussiness, Mc Graw-Hill. N.York, 1994.
- M. Matović, Zakon o finansijskom poslovanju, Informator, Zagreb, 1990.
- P. Pentzlin, Das Geld, Ullstein, Berlin - Frankfurt/M. 1982.
- Ilić-Popov, G., (2000), Ekološki porezi, Savet projekata Konstituisanje Srbije kao pravne države i Centar za publikacije Pravnog fakulteta Univerziteta u Beogradu, Pravni fakultet, Beograd.
- Inventorie and Sticky Prices: More on the Microfoundations of Macro-economics, MIMEO, juli 1980,
- Frenkel i H. G. Johnson, The Monetary Approach to the Balance of Payments, Allen and Unwin, London, 1976.. R. Dornbush, Open Economy Macroeconomics, Basic Books, N. York, 1980.
- B. Macedo, The Short-Run Macroeconomics of Floatting Exchange Rates. An Exposiflon, u J. Chipman i C. Kindleberger (Ed.), Flexvible Exchange Rates and the Balance of Payment. Essays in Honourof Egon Sohmen, North-Holland, Amsterdam, 1980.
- Bernard, Economie publique, economica, paris, 1985 i B. Dafflon i L. Weber, Le financement dusccteur public, P.U.F.Paris, 1984.
- Bertrandon i Ch. Collette, Gestion fiscal et finances de enterpricse, P:U:F:, Paris, 1989.
- J. Brekić (red), Strategijski menadžment, Megatrend, Beograd, 1991.
- J. C. Di Tata, Credibility Gaps and Persistent Disequtlibria. Some Jiniguing Ideas, Banco Central de la Republica Argentina, 1983.
- J. C. Van Home, Gestion et politique financiere, tom I i II, Dunod, Paris, 1981.
- J. C. Van Horne, Fundamentals of Financial Management, Prenlice - Hall London. 1986
- J. C. Van Hote, Financial management and Policy, Prentice-HalL N. York. 1982.
- J. C. Van Horne, Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menadžment), Mate, Zagreb. 1993.
- J. D. Hey, Economics in Desequilibrium, Martins Robertson, Oxford, 1981.
- J. Denizet, Monnaie et financement dans les annees 80, Dunod, Paris, 1982.
- J. Huston, McCullon, Money and Inflation, A. Monetarist Approach. Academic Press, N. York, 1982,
- J. Kay i M. A. King, The British Tax System, Oxford University Press, 1980.
- J. M. Boughton, Stable Monetary Growth and Exchange Rates as Policy Targets, Staff Papers 4/82.
- J. M. Rosenberg, Diktionary of Banking and Financial Services, J. Wiley and Sons. N. York, 1985.
- J. M. Samnels, F. M. Wilkes i R. E. Brayslow, Management of Company Finance, London, Champan and Hall, 1990.

- J. M. Servet, Les taux dinteiet, boucs-emisaires de la crise, Economie et Humanisme, septembar-oktobar 1982.
- J. Meade, Stagflation. Wage-Fixed. Vol. I, London, Allen and Unwin. 1981.
- J. P. Fitoussi, Politique monetaire et regulation de l'activite economique, Komunikacija na Kolokvijumu "Les experiences monetaristes", Aix-en-Provene, 1981.
- J. R. Gourlaouen, Les nouvaux instrumments financies, Vuibert, Paris, 1988.
- J. Racković, Upravljanje finansijama preduzeća. RO za unapređenje organizacije rada i usavršavanje ka ova "Centar", Beograd,1989.
- J. Rodić, Poslovne finansije, Ekonomika, Beograd, 1991.
- J. Rodić i J. Marković, Poslovne finansije, Savremena administracija, Beograd, 1982.
- J. Rodić, Finansijska analza organizacija udruženog rada, Savremena administracija, Beograd, 1983.
- J. Sheahan, Market-Oriented Economic Policies and Political Repression in Latin America, Economic Developpment and Social Change, januar 1980.
- J. Tobin, The Monetarism Counter: Revolution-An Appraisal, Economic Journal, mart 1981.
- J. Tobin, Akumulacija imovine i ekonomska aktivnost, Centar za kulturnu djelatnost, Zagreb, 1983.
- J. Tomašević, Novac i kredit, Zagreb, 1983,
- J. Valier, Une Critique de Eeconomie politique, F. Maspero, Paris, 1982.
- J. Y. Haberer, Les Banques Internationales et les Nouvelles Donnes Financiers de 1983, Banque, juni 1983.
- J.A. Butlin (Ed.), Economic and Resources Policy, London, Longmanm, 1981.
- J.A. Hausman, Income add Payroll Tax Policy and Labor Supply Working Poper, decembar 1980.
- J. A. Kej i M.A. King, The British Tax Sistems, Oxsford University press Oxford, 1990.
- J.C. Augros i P. Navatte, Bourse, Vuibeil, Paris, 1987.
- J.D. Hey, Economics in Diesequilibruim, M. Robertson, Oxford, 1981.
- J.J. Hampton, Financial Desision Making, Prentice-Hall, New Yersy, 1989.
- J.K. Brunner, Theory of Equitable Taxaation , Springer-Verlag, Berlin,1989.
- J.K. Galbraith, Novac, Stvarnost, Zagreb, 1981.
- J.O. Neil, Family Issuses in Taxation, u "Taxing and Familly American Enterpricse Institute for Public Plicy Resarch, Washington, 1981
- J.R. Barth, J.T. Bennet, M.H. Johanson i R.H.Sines, The effecty of bonyfinanced fiscal policy , Public FinanceQuartely, vol.9, 1980.
- J.Rodić, Poslovne finansije, Ekonomika, Beograd, 1991.
- J.Tobin, Akumulacija imovine i ekonomska aktivnost, Centar za kulturnu delatnost, Zagreb, 1983.
- Bogoev, Oporezivanje dobiti u savremenlm fiskalnim sistemima, u Zbornik radova, "Oporezivanje dobiti preduzeća", Institut za javne financije, Zagreb, 1990.
- Boulding, Evolutionary Economics, Beverly Hiils, Sage Publications, 1981.

- Brunner i A. Meltzer, An Aggregative Theory for a Closed Economy, u J.L. Stein (Ed.), Monetarism, North-Holland, Amsterdam
- Brunnner (Ed.), The Great Depression Revisited, University of Rochester, N. York, 1981.
- K. Kuhne, Evolution ekonomie, Stutgart, Gustav Fischer Verlag, 1982.
- K. Lahiri, The Econometrics of Inflationary Expectations, North-Holland, Amsterdam, 1981.
- K. Lahiri. The Econometrics of lnflationary Expectations. Norl-Holland, 1981.
- K. Marks. Kapital, II tom, Kultura, Beograd, 1948.
- K.Harrington, Assct and liability Management by Banks, OECD, Paris, 1997,
- Kidwell D.S. and Peterson R., Financial Instutions, Markets and Money, I, II, The uden Press. San Francisco. 1990.
- C. Thurow, Dangerous Currents: The State of Economics, Random House, 1983.
- Mehl i D. Beltrame, Science et technique fiscale, P.U.F., Paris 1984.
- P.Pliatzky, Getting and Spending - Public Expenditiue, Employment and Inflation, Basil Blackwell, Oxford, 1982.
- S.Silk, Dangerof Lending Cuts is Breakdown in International Credit Trade Slump, International Herald Tribune, novembar 1983.,
- L. Weber, L'Etat, acleur économique, Economica, Paris, 1997.
- L.G. Telser, Who there are organized markets, Journal of Law and Economics, april 1981.
- La gestion de la dette publique. Instruments de la dette et techniques de placement, tom II Paiis, maj 1983.
- La gestion de la dette publique. Objectifs et techniques, tom 1, Paris, mart 1982.
- LJ. Gitman, Principles of Managerial Finance, Harper Collins, New York, 1991.,
- A. Aglietta i A. Orlean, La vpolence de la mormaie, P.U.F., Paris, 1982.
- A. Baranzini, Advances in Economic Theory, Basil Blackwell, 1982.
- B. Beek, Government Spending: Trends and issues, Praeger, N. York, 1981.,
- Blacjwell I S. Nocera, The Impact of Debt to Equity Conversion, Finance and Dvelopment, juni 1988.
- B.Borchert, Geld und Kredit, Verlag W. Kohlhammer, Stuttgart, 1982,
- M. Bouchet, internationalisation des Banques et des Groupes Financiers - L'Endettement des Pays en Developpment et la Privatisation de la Dette, Coloque CEREM, Edit. CNRS, Paris, 1981.
- M. Bronfenbrenner, The Balanced-Budget Multiplier by the Back Door in a Tax-Revolt Context. Kyklos. 2/81
- M. Cayley, Recent trends in company tacxation, u IIDF, Changing revenue structure, Wayne state University Press, Detroit, 1989.
- M. Ćirovič: Monetarno–kreditna teorija i politika. Beograd, 1975.
- M. Ćirović, "Novac i stabilizacija",Savremena administracija, Beograd, 1982,
- M. Ćirović, Problemi antiinflacione politike, u M. Ćirović (Red.), Problemi i metode sprovođenja antiinflacionog programa, Marksistički centar OSK u Beogradu i NIO "Poslovna politika", Beograd, 1983.

- M. Ćirović, Teorija uravnoteženja platnog bilansa, Beograd, 1982.
- M. Ćirović, Tržišno-orijentnsana reforma finansijskog sistema, Ekonomski anali, br. 106/90
- M. Ćirović: Bankarski menadžment, Ekonomski institut, Beograd, 1995.
- M. E. Porter, Competativestrategy. F. P.,N. York. 1990.
- M. Feldstein, Inflation and Supply-Side Economics, Wall Street Journal, maj 1980.
- M. Fratianni, International debt crisis: Policy Isses, The Banker, avgust 1983.
- M. H. Boutchet, Dette des pays en developpment - Risques de defaut et defaut d'analyse, Banque, septembar 1982,
- M. Hanžeković. Vrijednosni papiri i njihovo tržište, Institut za javne finansije.Zagreb. 1990.
- M. J. Arlis i M. N. Miller (Ed.), Essays in Monetary and Fiscal Policy, Oxford University Press, N. York, 1981.,
- M. Johnson, Eurobounds MNT Corporate Finance,juni 1988..
- M. Kanjevac, Upravljanje naučnim sredstvima u preduzeću, Knjigovođstvo 2/83.
- M. Kranjevac, Uticaj politike amortizacije i finnsiranje investicija na efektivno oporezivanje dobiti preduzeća u Zborniku radova, "Oporezivanje dobiti preduzeća", Instistut za javne finansije, Zagreb, 1990,
- M. Labus: Savremena politička ekonomija, Beograd, 1991.
- M. Mose, H. D. Wenzel i W. Wiegard, Optimal Finanzpolitik. Guslav Fischer Verlag, Stutgard, 1981,
- M. Mussa, A Model of Exchange Rate Dynamics, Journal of Political Economy, februar 1982.
- M. N. Baily, Inflation and Social Security Financing, Brookings Instalation, Washington, 1980.
- M. Rose, Fiscalpolitik bei aktiver und Zentralbankpolitik, Kredit und kapital, 1/82
- M. S. Goodfriend, an Alternate Method of Estimating the Cagan Money Demand Funclion in Hvperinflation Under Rational Expectations, Journal of Monetary Economics, januar 1982.
- M. Sandberg, Stop breast-beating on LDC debt, Euromoney, oktobar 1983.
- M. Schlosser, Cooporate Finance, Prentice - Hall, N. York, 1989.
- M. Tomić, Menadžment u sportu, Minetko, Beograd. 1995.
- M. Vašer. Finansnjski inženjering, Jugoslovensko bankarstvo. 8/90.
- M. Zečević, Menadžment, Institut za internacionalni menadžment, Beograd. 1991.
- M.A. King i D. Fullerton, The taxation of income from capital, The University of Chicago Press, Chicago, 1984.
- M.Base, Systems fiscaux, Dalloz, Paris, 1989
- M.Ćirović, Monetarna ekonomija, Evropski centar za mir i razvoj, Beograd, 1987.
- M.Ćirović, Novac i stabilizacija, Savremena administracija, Beograd, 1982.

- M.H. Peston, Whatever Happened to Macroekonomies?", Manchester University Press, Manchester, 1980.
- M. J. Artis i M.H. Miller,(Ed), Essavs in Monetary and Fiscal Policy, Oxford Universityv Press, New York, 1981.,
- M.K. Bunkma i V. V. Motvlev, Protivorečja i konflikt savremenog kapitalističkog hozjajstva, Moskya, 1982.
- M.N.Woo, Fiscalite, Epagene et offer de mainmande ocuvere: La theorie et les distorisions effectives, i D.G. Raboy(ed), L economie de l offer. Economica, Paris, 1984.
- M.Olson, The Rise and Decline of Nations: economic Growth, Stagflation and Social Regidities, Yale University Press, 1983.
- M.S. Feldstein, The Effects of Shiting Saving Patternson Interes Rates and Economic Activity, The Journal of Finance, mart 1982.
- McLaney, R. J., Bnsiness Finance: Theory and Practice, Pitman Publishing, London, 1997.
- Meigs, R. F., Meigs, W. B., Računovodstvo: Temelj poslovnog odlučivanja, deveto izdanje, prevod, Mate, Zagreb, 1999.
- Miloš Vučković: *Bankarstvo* ... str. 281. Videti šire o navedenom u knjizi i Slobodan Komazec: *Monetarna i finansijska ekonomija,* Split. 1988.
- Miljka Hadži–Petrović, Unutrašnji platni promet u Jugoslaviji, Informator, Zagreb, 1980. god.
- Miljko Trifunović – MPP, bankarstvo i monetarni sistem, Beograd, 1988.
- Minford, Is Monetarism Enought, The lnstitut on Economic Affairs, London, 1980.
- Monetarist Policies and Neo-Keynesian Altenratives, Thames Papers in Political Economy, 1981.
- Mr S. Orsag, problematika finansiranja poslovanja i razvoja inkorporativnog poduzeća, Institut za javne finansije, Zagreb, 1990
- A. Baillev, A Safety net for foreing lending, Business Week, januar 1983.,
- N. Vunjak, I. Cerović i J. Babović, Finansije tokova reprodukcije OUR. Ekonomski institut, Subotica. 1984.
- N. Vunjak: Finansijski menadžment, Ekonomski fakultet, Subotica, 1994.
- uker, Inovacije i preduzetništvo, Privredni pregled, Beograd, 1991.
- P.Bogetić. Finansijska analiza u funkciji procene preduzeća. Knjigovođstvo 7/92,
- D. Delfaud, Keynes et le keynesijanisme, P.U.F., Paris, 1982.
- Erdos, Wages, Proflt and Taxation, Akademiqi Kiado, Budapest, 1982,
- I. Ivanović, Fjučersi, Ekonomskn fakultet, Podgorica. 1996.
- I. Jovanović–Gavrilović, Međunarodno poslovno finansiranje, Ekonomski fakultet Beograd, Beograd. 1994,
- P. Jovanovnć - Gavrilović. Međunarodno poslovno finansiranje, Ekonomski fakultet, Beograd. 1990.
- P. Jurković, Fiskalna politika u ekonomskoj teoriuji i praksi. Informator. Zagreb,

- P.Jurković, Oporezivanje poduzeća i reforma poreznog sistema, u Zbornik radova,Oporezivanje dobiti preduzeća, Institut za javne finansije, Zagreb. 1990.,
- P. Jurković, Poslovne finansije, Narodne novine, Zagreb, 1980.
- P. Kennen, A Debt Partnership, The Economist, april 1983.,
- P. Picard, Elements de microeconomie, Monchrestien, Paris, 1992.
- P.A. Samuelson: Economics, XIV izd. McGrow-Hill, 1994.
- P.Howelss i K. Bain, Financial Market and Institution Harlow, Longman, 1990.
- P.K.Ethvard, Managing the Factory, Basil Blackwell, Oksford, 1987.
- P.R. Schoderbek, R. Cosicr i J. Aplin, Management, Harcourl Braće Jovanovich, San Diego, 1988.
- Ph.Kotler, Marketing Managent, Prentice - Hall Engkvood Cliffs, i M. Milosavljević, Marke-ting, Savremena administracija, Beograd,1991.
- Pierre Paut Schweitzer: Proposed Amen uobt of Funds Articles of Ogriment, IF. News Surevey, 3.V.1968.
- Predrag Kapor, Investicioni fondovi i investicije i hartije od vrednosti, Poslovni biro, Beograd, 2007
- Dougall H.E.: Capital Markets and Institutions, Prentice - Hall, Englewood Cliffs. N. Yesey, 1980.
- Quelle est la gravite de l'endettement des pays en developpement, L'obsenateur de L'OCDE, januar 1983,
- A. Musgrave and P. B. Musgrave, Public Finance in Theory and Practice, McGravv-Hill. Tokuo, 1980.
- B, McKeirae, The Limits of Economic Science, Kluwer-Nijhoff, Boston -Hague - London, 1982.
- B. Mc Kenzie, The Limits of Economic Science, Klumer, Boston, 1982.
- C. Merlon, Continuos-TimeFinance, Basil Blackwell, Oxford, 1990.
- Caves i L. Krause, Britain's Economic Performance. The Brookings Institution, Washington, 1980.
- Ch. Moyer, J. R. McGuigan i W. J. Krctlow, Contemporary Financial Managment, West Publishing Cotpapy, St. Paul, 1982.
- Crpković (Red.), Finansijska funkcija u organizacijama u uženog rada, Informator. Zagreb. 1980..
- Dornbusch i S. Fisher, Macroeconomics. Mc Grow-Hill, N. York, 1981.,
- R. E. Lucas, Studies in Business Cycle Theory, Basil Blackwell, Oxford, 1981.
- R. Goode, Limits to Taxation Finance and Development, mart 1980
- R.J. Brown. Inflation and the New Monetary Aggregates, Businness Economics 3/81,
- R.J.Samuelson, The World's Bankers Fiddle While flie Debts Keep Growing, International Herald Tribune, oktobar 1983.
- R. Latin, Off shore biznis – gde i kako?, Yubic, Novi Sad, 1992,
- R. Lucas, Rules. Discretion and the Role of the Economic Advisor. u S. Fischer, Rational Expectations and Economic Policy, Chicago University Press, Chicago, 1980.

- R. M. Solow, On Theories of Unemployment, American Economic Review, mart 1980.
- R. Mundell. Inflation and Real Interest, Journal of Political Economy, juli 1963.
- R. Portait - P. Poncet, Macroeconomie financiere Bruyant, Bruxelles, 1980.
- R. Pringle, Reagonomics Enters the Fund, Banker, septembar 1981.
- R. Raymond i A. Chaussard, Les relations economiques et monetaires internationals, La revu Banque, Paris, 1983,
- R. Shackleton i G. Locksley, Twelve Contemporary Economists, Macraillan, London, 1981,
- R. T. Selden, Money and Inflation in the United States, Canada and Europe, Proceedings and Reports,Florida State University, Talahassee,st. 15, 1981.
- R. Tepšić, Poslovne finansije sa programom finansijske konsolidacije, Savremena administraija, Beograd, 1986.
- R. Tomaš, Integracija odozdo, Ekonomska politika,1992.
- R. W. Tresch, Public Finance, Plano, Texas, Pusiness Publications, 1981,
- R.A. Brealy I S.C. Mayers, Principles of Corporate Finnance, Mc Graw-Hill, New York, 1991.
- R.A. Musgrave i B.P. Musgrave, Public Finance in Theory and Prentice, Mc Graw-Hill, New York, 1989.
- R.A. Musgrave, The Economic of Taxation, Brookings Institations, Washington, 1980.
- R.Ch. Mayer, J.R. Mc Guigan i W.J.Kretlou, Contemporary Financial Management, West Publishing Company, St.Paul.1987.
- R.Hall, Tax treatment of deprecation, capital gains and interestin an inflationary economy. Urbane Institute, WASHINGTON, 1981.
- R.L. Heilbroner, The Demand forthe Supply-Side, The New York Review of Books, juni 1981.
- R.M.Bird, Tax Incentives for Investment, Canadian Tax Foundation, Toronto 1980
- R.Muzellec, Finances publiques, Sirey, Paris, 1982.
- R.T. Froven, Macroekonomic, Macmillan, N. York, 1983.
- Rao, P. K., Sustainable Development, Blackwell Publishers Inc.,
- Ross, S. A., Wasterfield, R. W., Jaffe, J., Corporate Finance, sixth edition, McGraw-Hill, New York, 2002.
- B.Tayer, Regulation and lts Reform, Cambridge-Massachusets, Harvard University Press, 1982.
- B.Brittan, A vrorld lender of last resort, Financial Times, septembar 1983.
- B.Brittan, Workl, World debt: A Suggestion, Financial Times, septembar 1983.,
- S. Carić i F. Hrnbovšek, Spoljnotrgovinska plaćanja. Naučna knjiga, Beograd, 1990.
- S. Jogoši, Bankarstvo, Naučna knjiga. Beograd, 1990.
- S. Komazec, Ž. Ristić, Finansijska tržišta i berze, Čigoja, Beograd. 1997.
- S. Jović, Bankarstvo, Naučna knjiga, Beograd, 1990.

- S. Komazec i Ž.Ristić, Monetarna i fiskalna strategija, ABC Glas, Beograd, 1992.
- S. Komazec, Ž. Ristić i J. Kovač, Alternativine makroekomomske politike, ABC Glas, Beograd, 1993.
- S. Komazec, " Društveni kapital, Finansiranje reprodukcije i ekonomska stabilnost, IRO Zrinski, Čakovec. 1984.
- S. Komazec, J. Kovač, Ž. Ristić, Međunarodni finansijski menadžment, Beograd, 1996.
- S. Komazec, J. Kovač, Ž. Ristić: Bankarstvo i savremena ekonomija, «ABC Glas», Beograd, 1993.
- S. Komazec, J. Kovač, Ž. Ristić: Finansijski i berzanski menadžment, Čigoja štampa. Beograd, 1996,
- S. Komazec, Monetarna i finansijska ekonomija "Štampa". Šibenik. 1981.
- S. Komazec, Monetarna i finansijska ekonomija; Štampa, Šibenik, 1988.
- S. Komazec, Z. Bingulac, Ž. Ristić i S. Vučićević, Strategija poslovnog finansiranja, Viša poslovna škola, Beograd, 1993.
- S. Komazec, Ž. Ristić i S. Vučićević, Finansijska ekonomija, savremna administracija ,Beograd, 1993.
- S. Komazec, Ž. Ristić i S. Vućićević: Bankarski menadžment, ABC Glas, Beograd, 1993.
- S. Komazec, Ž. Ristić, J. Kovač: Bankarska ekonomija, ABC GLAS, Beograd, 1993.
- S. Komazec, Ž. Ristić, Strateglja finansiranja ekonomskog rasta. izd. ABC GLAS. Beograd. 1996.
- S. Komazec, Ž. Ristić,J. Kovač, Finansijska tržišta i berze, izd. Čigoja. Beograd, 1996.
- S. Komazec, Ž. Ristić: Alternativne makroekonomske strategije. izd. ABC GLAS, Beograd. 1994.
- S. Komazec, Ž. Ristić: Finansijska tržišta i berze. Čigoja, Beograd. 1997.
- S. Komazec, Ž. Ristić: Međunarodne finansije, Novi Sad, 1992.
- S. Komazec, Ž. Ristić: Monetarna i fiskalna strategija. izd. GLAS, Beograd. 1993.
- S. Komazec, Ž. Ristić: Monetarne i javne finansije, Čigoja štampa, Beograd. 1997.
- S. Komazec, Ž. Ristić i J. Kovač, Savremene teorije stabilizacione politike, ABC Glas, Beograd. 1993.
- S. Popov, Lični dihoci i inflacija troškova u Jugoslaviji, Ekonomika, Beograd, 1983.
- S. Snossen (Ed). Comparative Tax Systems, North Holand, Amsterdam, 1983,
- S. Weintraub, Monetarism s Muddles, Kredit und Kapital 4/81.
- Sean Holly, Control Theory and Macroeconomic Policy, Economic Outlook, februar 1982.
- Siropolis, N. C, Menadžment malog preduzeća, Prevod, MATE, Zagreb, 1995.

- Stignum M.: The Money Market, Third Edition. Dow Jones - Irving. Homewood, Illinois. 1990.;
- T. Đokanović, Međunarodni ekonomski odnosi – promene na pragu XXI vcka, Ekonomika i Institut ekonomskih nauka, Beograd, 1995.
- M. Humphrey, Essays on Inflation, Federal Reserve Bank of Richmond, Richmond, 1980.
- Mayer, J.S. Duesenberry i R.Z. Aliber, Money, Banking and the Economy, W. W. Norton, London, 1981.
- S. Maness, Introduction to Corporate Finance, Mc Graw - Hill, N. York. 1988
- T. Wilson i D. J. Wilson, The Political Economy of the Welfare State, G. Allen and Unwin, London, 1982.
- T.D. Wilet, The Case Reducing Government s Role in the U.S. Economy , Byliner 81
- T.S. Mannes, Introduction to Corporate Finance, Mc Graw - Hill, New Vork, 1992.
- Tax Espenditures, report by the Commitete on Fiscal Affairs OECD, Paris 1984.
- The Banks and the IMF-Divisionof Labor, Llovds Bank Review,oktobar 1983.
- The LDC debt Crisis: How it could be resolved, Business Week, april 1983. i
- E. Malinvaud, Lecons de theorie microeconomique, Dunod, Paris 1982.
- Wiliam Rclin i S. Weintraiub, Economic Stabilization in Developing Countries, Brookings Institutions, Washington, 1981.
- Tihomir Jovanovski, Finansijski pazar, Skoplje, 1994.
- Trifunović Predrag: *Banke, organizacija i poslovanje,* Politika, Službeni *list,* Beograd.
- U. Ćurčić, Marketing poslovne banke, U uženje banaka, Beograd, 1992.
- V Zeremski, Upravljanje finansijskim sistemom u u uženom radu, Književne novine, Beograd, 1980.
- Branson, Asset Markets and Relative Prices in Echange Rate Detemimation, Princeton. 1980.
- M.Meichsner; Spoljna monetarna stabilnost i nestabilnost, Skoplje, 1962,
- Von Bestenbostel, P., Dunskus, A., Gartner, M, Soltfrank, P., Dionice i burze: savjeti za dioničko i burzovno poslovanje, Informator, Zagreb, 1992.
- G.Guth, International debt crisis: Next phase, The Banker, juli 1983.
- K.Hingley i F. Osbom, Financial Management, Oxrorci, 1989.
- J. Keller, Tah Incidence: A General Equilibrinm Approach, North-Holland, Amsterdam, 1980.
- L.Lachman, Akumulacija imovinei ekonomske aktivnosti, Centar za kulturnu delatnost, Zagreb, 1983,
- W. Eltis, The Need to Cut Pulic Expenditure and Taxation, u “Is Monetarism Enough” The Institute of
- W. J. Keller, Tax Incidence, North-Holland, Amsterdam, 1980.
- Wilker, F.M. i R.E. Brayslow: Management of Company Finance, Champan und Hill, London. 1990.

- Zolotas, Economic Growth and Declining Social Welfaire, New York University Press, N. York, 1982.
- Y. Zolotas, Economic Growth and Declining Social Welfare, New York University Press, N York, 1982.
- Amihudi H. Mendelson, The Output-Inflation Relationship: An Inventory-Ajustement Approach. Journal of Monetary Economics, mart 1982.
- Zbornik radova, Konservatiivismus, EINE Gefahr fir die Freiheith? Piperund Co., Verlag Munchen, 1983.
- Zbornik radova, Konservativismus. Eine Gefahr fur die Freiheit? Piper und Co., Verlag Munchen, 1983.
- Ž Jašić, Budžet i privredni razvoj, Narodne novine i Ekonomski institut, Zagreb, 1980, g.
- Ž. Ristć i mr B. Ljutić, Finansijska preduzeća, Privredni pregled. Beograd. 1990.
- Ž. Ristić , S. Komazec: *Monetarna i* fiskalna *strategija,* Beograd. 1993.
- Ž. Ristić i mr B. Ljutić, Finansije preduzeća, Privredni pregled, Beograd. 1990.
- Ž. Ristić i R. Jelić, Finansijski instrumenti i hedžing transakcije na terminskom tržištu novca i kapitala.U uženje banaka Jugoslavije, Beograd, 1991.
- Ž. Ristić, S. Komazec, Finansijski menadžment, Beograd-London, 1996.
- Ž. Mrkušić i A. Petriš-Mrkušić, Burzovno poslovanje, Informator, Zagreb. 1990.
- Ž. Ristić, Ekonomija društvenih delatnosti, Nova prosveta, Beograd. 1991.
- Ž. Ristić, Fiskalna ekonomija, Savremena administracija, Beograd. 1991.
- Žarko Ristić, Finansije preduzeća,"Privredni pregled", Beograd,1990
- Žarko Ristić, Fiskalni menadžment, Savremena administracija, Beograd, 1995.
- Žarko Ristić, Poreski sistem i fiskalna reforma, Istraživačko- izdavački centar SSO Srbije, Beograd, 1991.
- Života Ristić, Tržište novca, Beograd, 1990.
- Života Ristić, Tržište kapitala, teorija i praksa, Beograd, 1990.

***

- A. Perić*, Financijska teorija i politika*, Savremena administracija, Beograd, 1974.
- A. Perić, *Finansijska teorija i politika,* Savremena administracija, Beograd, 1980,
- A. Perić, *Finansijska teorija i politika,* Savremena administracija, Beograd, 1987.
- A. Stranjak, *Teorija i po1itika monetarnih finansija*, IRO "V. Masleša", Sarajevo, 1982.
- B. Patrick, *Macroeconomics,* Clarendom Press, Oxford, 1966.
- J.Stanovčić*, Federalizam-Konfederalizam,* NIO "Univerzitetska riječ", Nikšić, 1986. str. 219.
- K.Shoup, *Public Finance*, Aldin Publising Co., Chicago, 1969.
- Peacock and G. K. Shaw, *The Economic Theory of Fiscal Policy*, Allen and Unwin, London, 1976.

- Peacock i F. Forte, *The Political Economy of Taxation*, Mattin's Press, N, York, 1981.
- Perry, A., *Approaching Economics*, Hutchinson, London, 1985.
- Ph. Bauchard, *La guerre des deux roses*, Grasset, Paris, 1986.
- Philippe Huet-Jacques Bravo, *L'experience francaise de rationalisation des choix budgetaires*, P.U.F., Paris, 1973.
- Predrag Goranović, "*Poresko pravo EU",* Ekonomski fakultet, Podgorica, 2009.
- R. Barro i H. Grossman, *Money Employment and Inflation*, Cambridge University Press, Cambridge, 1976.
- R. Bird, *Federal Finance in Comparative Pespective*, Candian Tax Foundation, Toronto, 1986.
- R. Boadwayi E. Flatters, *Equilization in a Federal State: An Economic Analysis*, Otawa, 1982.
- R. Brunner i A. Meltjez, *Maney and Economy,* , Cambridge University Press, 1995.
- R. C. Faire, *Aggregate Price Change and Price Expectation*, Federal Reserve Bank St. Louis, Review, novembar 1970.
- R. C. Higgins, Analysis for Financial Management, Irwin, Homewood, 1989.
- R. D. Lee i R. W. Johnson, *Public Budgeting System*, Baltimore, University Park Press, 1977.
- R. Dafflon*, L'analyse macroeconomique de la deitepubliqu*.es, Ed. Universitaire, Fribourg, 1973.
- R. Dnrnbusch i M. Draghi (Ed.), *Public Debt Management*, Cambridge University Press, Cambridge,1991.
- R. Dombusch i S. Fisher, *Macroeconomics,* McGraw-Hill, N. York, 1990.
- R. Dornbusch i M.H. Simonsen (Ed.), *Inflation,* Debt and Indexation, MIT Press, Cambridge, 1983.
- R. Dornbusch i S. Fischer, *Macroeconomics,* McGraw-Hill, N. York, 1987.
- R. Dornbush i M. Dragli, *Public Debi Management*, Cambridge, 1990.
- R. E. Krainer, *Finance in a Theory nf Business Cycle*, Blackwell, Oxfbrd, 1992.
- R. G. D. Allen, *U thèorie macroèconomique*, Paris, A. Colin, 1969.
- R. Goode, *Government Finance in Developing* Countries, Brookings Institute, Washington, 1994.
- R. i P. Musgrave, *Javne finansije u teoriji i praksi*, Institut za javne finansije, Zagreb, 1993.
- R. J. Barro i H. I. Grossman, *Money, Employment and Inflation,* Cambridge University Press, Cambridge, 1976.
- R. J. Barro, *Money, Expectations and Business Cycles*, Academic Press, New York, 1981.
- R. J. Bennet, Central Grants to Local Government, Cambridge University Press, Cambridge, 1982.
- R. J. Dennett, *The Geography of Public Finance: Welfaire under Fiscal Federalism und Local Government Finance*, Methuen, London – N. York, 1980.
- R. J. Maxwell, *Health and Wealth,* D. C. Heath and Co., Toronto, 1981.

- R. King, *Capital and Politics, Routledge and Kegan* Paul, 1983.
- R. Laufer i C. Paradeise, *Le principe bureaucrate: Machiavel au pays du marketing*, Flammarion, Paris 1982.
- R. M. Bird i O. Oldman (Ed.). *Taxation in Developing Countries*, Baltimore/London, The John Hopkins University Press, 1990.
- R. M. Solow; *Theorie de la croissance èconomique*, Paris, 1970;
- R. Mathews i dr., *Australian Federalism*, Canberra, Australian National University, 1982.
- R. Millward, *Public Expenditure Economics,* London, Mc Grow-Hill, 1971.
- R. N. Mc Kean, *Public Spending,* Mc Graw-Hill, N. York, 1968.
- R. Nobay (Ed), *Cantemporary Issues in Economic*, Manchcstcr University Press, 1975.
- R. Portait i P. Poncet*, Macroéconomie financière*, DalIoz, Paris, 1980,
- R. Skidelskv, *Kevnes,* Oxford University Press, London,1996.
- R. Solow, *Growth Theory - An Exposition*, Oxford University Press, Oxford, 1970.
- R. W. Clower, *La Theoria Monetaria,* Franco Angeli, Editor, Milano, 1972.
- R. W. Goldsmith, *Financial Structure and Development,* Yale University Press, 1969.
- R. W. Tresch, *Public Finance,* Piano, Texas, Business Publications, 1981.
- R.G.D, Allen , *Theorie macroeconomique,* A Colin, Paris, 1969.
- R.Hall, Tax *treatment of depreciation, capital gains and interest in an inflationary Stpy*. Urbane Institute, Washington, 1981.
- R.J. Davis i dr., *Principles of Public Finance*, New Yersey, 1983.
- R.M.Bird, *Tax Incentives for Investment, Canadian Tax Foundation,* Toronto 1980.
- R.S. Smith *Tax Expeditures Canadian Tax Foundation,* Toronto, 1979.
- R.Thurow, Dangerous Currents: *The State of Econornics,* Randorn House, 1983.
- Rosen H.S., *Public Finance,* Mc Graw-Hill, N. York, 2002.
- RuRep i dr., *Finanzwissenschaft*, Dusseldorf, 1981,
- Ružica Mrdaković Cvetković, *Privredni razvoj i priliv inostranih sredstava u zemlje u tranziciji*, Beograd, 2005.
- S Komazec i Ž Ristić, *Ekonomija kapitala i finansiranje razvoja,* Etnostil, Beograd, 2009.
- S Komazec, Z. Bingulac, Ž. Ristić i S. Vučićević, *Strategija poslovnog finansiranja,* Viša poslovna škola, Beograd, 1993.
- S. Blinder i R. Solow, *The Economics of Public Finance*, The Brooking's Institution, Washington 1974.
- S. Blinder, *Economic Policy and the Great Stagflation*, Academic Press, N. York, 1979.
- S. Blinder, R. M. Solow i dr., *The Economics of Public Finance*, The Broookings Institution. Washington, 1974.
- S. Eichner, *A Guide to Post-Keynesian Economics*, Macmillan, London, 1979.
- S. Frey, *Economice Politque modeme,* P.U.F., Paris, 1985,

- S. Komazec i Z. Ristić, *Menadžment monetarnih i javnih finasija*, EtnoStil, Beograd, 2009.
- S. Komazec i Ž. Ristič, *Antiinflaciona strategija.* Naučna knjiga, Beograd, 1992.
- S. Komazec i Ž. Ristić, *Ekonomija kapitala i finansiranje razvoja*, Etno Stil, Beograd, 2009.
- S. Komazec i Ž. Ristić, *Makroekonomija*, Etnostil, Beograd, 2009.
- S. Komazec i Ž. Ristić, *Monetarna ekonomija i bankarski menadžment*, Liber, Beograd, 2009.
- S. Komazec i Ž. Ristić, *Monetarna i fiskalna strategija*, ABC Glas, Beograd, 1992.
- S. Komazec i Ž. Ristić, *Monetarna i fiskalna strategija,* Institut za finansije i razvoj, Beograd, 1992.
- S. Komazec i Ž. Ristić, *Savremena inflacija i ekonomska kriza*, Naučna knjiga, Beograd, 1992.
- S. Komazec, Ž. Ristić i J. Kovač, *Alternativne makroekonomske politike,* ABC Glas, Beograd, 1993.
- S. Komazec, Ž. Ristić i J. Kovač, *Savremene teorije stabilizacione politike.* ABC Glas, Beograd, 1993.
- S. Komazec, Ž.Ristić i S.Vućićević, *Finansijska ekonomija,* Savremena administracija, Beograd, 1993.
- S. Komazec, J. Kovač i Ž. Ristić, *Fiskalna teorija i politika*, ABC Glas, Beograd, 1993.
- S. Komazec, J. Kovač i Ž. Ristić, *Lavirinti dužničke ekonomije,* ABC Glas, Beograd, 1993.
- S. Komazec, *Monetarna i finansijska ekonomija*, "Štampa", Šibenik, 1981.
- S. Letica, *Kriza i zdravstvo*, Stvarnost, Zagreb, 1984.
- S. Orsag, *Problematika finansiranja poslovanja i razvoja inkorporativnog poduzeća*, Institut za javne finansije, Zagreb, 1990.
- S. Snossen (Ed). *Comparative Tax Systems*, North Holand, Amsterdam, 1983,
- S. Stojanović, *Finansije Evropske unije*, Službeni glasnik, Beograd, 2008.
- S. Stojanović, *Finansiranje Evropske unije,* Službeni glasnik, Beograd 2002.
- S. Štampar, *Podjela prihoda između društveno-političkih zajednica*, Ekonomski institut, Zagreb, 1968.
- S. Zamagni (Ed.), *The Economics of Altmism*, E. Elgar, 1995.
- S. Payer, *The Debt Trap – The IMF and the Third World*, 1974.
- S. R.Stoanović, *Finansiranje Evropske unije*, Službeni glasnik, Beograd, 2008.
- S. Simmonet, *Les incitations fiscales et le plan,* R.S. F. 1968.
- Sempe, *Budget et tresor,* Ed. Cujas, Paris, 1973,
- Senford, C. and Bradbury, N., *Case Studies in Economics*, Longman, 1987.
- Sh. Dow, *Macroeconomic Thought-A Methodological approach*, Blockwell, Oxford, 1986.
- Slobodan Komazec, Jovo Kovač, Žarko Ristić, *Strategije finansiranja ekonomskog rasta*, Beograd, 1996.
- Slobodan Komazec, Žarko Ristić, *Makroekonomija*, Etno Stil, Beograd, 2009.

- Smith A., *Neo-Keyneslan View of Monetary Policy*, u "Controling Monetary Aggregates", Federal Reserve Bank of Boston, Boston, 1969.
- Stephen Walder, *The Budgetary Procedure of the Economic Community*, Wien, 1992.
- Stewart, T. A. ,*Intellectual Capital: The new wealth of organizations*, Doubleday, Courrency, 1997.
- Stigiitz J.E., *Economics of the Pubiic Sector*, W. N. Norton, N. York, 2004.
- Stigiitz J.E., Protivurečnosti globalizacije, Beograd, 2004.
- Šimović Jure i Hrvoje, "*Fiskalni sustav i fiskalna politika Europske unije",* Zagreb, 2006.
- Šuković Danilo*, Realni sektor privrede Srbije u procesu prilagođavanja EU,* Institut društvenih nauka, Beograd, 2002.
- T. Domburg, *Macroeconomics,* McGrow Hill, N.York, 1987.
- T.J. Sargent, *Macroeconomic Theory,* Academic Press, N. York, 1979.
- Taylor L, *Structuralist macroeconomics*, BASIC books, N. York, 1983.
- Thompson, J., Quasi - *Markets and Strategic Chamge in Public Organizations*, Chicago, The University of Chicago, 1991.
- V Grbić, *Ekonomija Evropske unije,* Megatrend, Beograd, 2008
- V. Ognjanović, *Javne finansije,* Grifon, Podgoroica, 2001.
- V.Tanzi. *Fiscal Management and External Debt Problems*, u: H. Mehran (Ed.), External Debt Management. MMF, Washington, 1985.
- V.Wolfelsperger, *Les biens collectifis*, P. U. F., Paris 1975.
- Vane R. Howard i Hohn L. Thompson, *Monetarism, Theory, Evidence and Policy*, Martin Robertson, Oxford, 1979.
- Varian, H. R., *Intermediate Microeconomics - A Modern Approach*, W. W. Norton & Company, University of Michigan, 1990.
- W. Pommerrehne i F. Schneider, *Un balanced Growth between Public and Private Sectors,* u R. H. Haveman (Ed.), *Public Finance and Public Expendent,* Wayne State Untversity Press, Detroit, 1981.
- Williams i R. Anderson, *Efficiency in the Social Services,* Oxford, Basil Blackwell, London. Martin Robertson, 1975.
- Wilson i D. J. Wilson, *The Political Economy ofthe Welfare State,* G. Allcn und Unwin, London, 1982.
- Z. Hirsch, *The Economics of State and Local Government*, Me Graw-Hill, N. York, 1970.
- Z. Pjanić , *Ekonomskl leksikon,* Savremena administracija, Beograd, 1975.
- Z. Zakić, *Agrarna ekonomija*, Ekkonomski fakultet, Beograd, 1995.
- Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Markus, *Osnovi investicija*, Data Status, Beograd, 2009.
- Ž. Jašić, *Budžet i privredni razvoj*, Naodne novine i Ekonomski institut, Zagreb, 1980.
- Ž. Jašić, *Nove tendencije u razvitku ekonomske politike u tržišnim privredama*, Ekonomski institut, Zagreb, 1973.

- Ž. Ristić i A. Milojević*, Menadžment ljudskog kapitala*, Etnostil, Beograd, 2009..
- Ž. Ristić i B. Ljutić, *Finansije preduzeća,* Privredni pregled, Beograd, 1990.
- Ž. Ristić i dr, *Fiskalna analiza*, Liber, Beograd, 2009.
- Ž. Ristić i dr, *Poreski menadžment i poreski konsalting,* UPS, Banja Luka, 2008.
- Ž. Ristić i M. Bogavac, *Finansijska makroekonomija*, EtnoStil, Beograd, 2009.,
- Ž. Ristić i M. Bogavac, *Finansijski menadžment.* EtnoStil, Beograd, 2009.
- Ž. Ristić i P. Belokapić, *Ekonomija javnih finansija,* Etnostil, Beograd, 2009.
- Ž. Ristić i P. Belokapić, Strategijski menadžment javnih finansija, Etnostil, Beograd, 2009.
- Ž. Ristić i R. Cemović, *Monetarizam, fiskalizam, strukturalizam*, Institut za unapređenje robnog prometa, Beograd, 1989.
- Ž. Ristić i R. Cerović, *Fiskalna politika,* Institut za unapređenje robnog prometa, Beograd, 1986.
- Ž. Ristić i S. Komazec, *Menadžment ljudskih resursa,* ABC Glas, Beograd, 1993.
- Ž. Ristić, *Budžetska ekonomija,* Liber, Beograd, 2008.
- Ž. Ristić, Deficitarno finansiranje javnog sektora, Liber, Beograd, 2009.,
- Ž. Ristić, *Ekonomija društvenih delalnosli*, Nova prosveta, Beograd, 1991.
- Ž. Ristić, *Finansijski menadžment*. Naučna knjiga i Viša poslovna škola, Beograd, 1992.
- Ž. Ristić, *Fiskalna ekonomija i menadžment javnog sektora*, Liber, Beograd, 2008.
- Ž. Ristić, *Fiskalna ekonomija,* Savremena administracija, Beograd, 1991.
- Ž. Ristić, *Fiskalna strategija,* Liber, Beograd, 2008.
- Ž. Ristić, *Fiskalni menadžment,* Savremena administracija, Beograd, 1995.
- Ž. Ristić, M. Dinčić, *Ekonomija socijalnog, zdravstvenog i penzijskog osiguranja*, VPŠ Čačak,
- Ž. Ristić, *Monetarna ekonomija i bankarski menadžment*, Etnostil, Beograd, 2009.
- Ž. Ristić, *Politička ekonomija*. Ekspres, Zrenjanin, 1991.
- Ž. Ristić, *Poreska i budžetska politika EU*, Liber, Beograd, 2008.
- Ž. Ristić, *Poreski sistemi i fiskalna reforma,* Centar za izdavačku delatnost SSO Srbije, Beograd, 1991.
- Ž. Ristić, S. Komazec i J. Kovač, Ekonomika javnog sektora, ABC Glas, Beograd, 1992.
- Ž. Ristić, S. Komazec i J. Kovač, Poreska ekonomija, ABC Glas, Beograd, 1993
- Ž. Ristić, S. Komazec, J. Sejmenović, Finansijska tržišta i berze, UPS, Banja Luka, 2008.
- Ž. Ristić, S. Milenković i P. Damnjanović, *Menadžment znanja i ekonomija obrazovanja*, Etnostil, Beograd, 2010.
- Ž. Ristić, S. Vukša, M. Srdić, *Poreska i budžetska kontrola i revizija,* Etno Stil, Beograd, 2009.
- Ž. Ristić, S. Vukša, *Budžet i trezor,* Etno Stil, Beograd, 2009.

- Ž. Ristić, S. Vukša, *Menadžment poslovnih finansija,* Liber, Beograd, 2008.
- Ž. Ristić. S. Komazec i dr J. Kovač, *Ekonomika javnog sektora*, Institut za finansije i razvoj, Beograd, Knin, Vukovar, 1992.

***

- A. Chrysta, P. Mizen*, Recent Developments in Monetary Policy*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2007
- A. Gloria, A. Sgobbi i I von Homeyer, Governance for the Environment, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, april 2010
- C. Gnos i L.F. Rochon, *Monetary Policy and Financial Stability,* Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2009
- C. Mulhearn and H. R. Vane*, The Euro,* Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2008
- C. Secchi i A. Villafranca*, Liberalism in Crisis?,* Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2009
- D. Reisman, *Halth Tourism*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, may 2010
- Dinoysios S. Demetis, *Technology and Anti- Money Laundering*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, octobar 2010
- F. Allen i D. Gale*, Financial Crises,* Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2008
- F. Cesarano, *Money and Monetary Systems,* Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2008
- F. Saccomanni, *Managing International Financial Instability*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2008
- I. Claus, N. Gemmell, M. Harding i D. White, *Tax Reform in Open Economies,* Edward Elgar Publishing, Cheltenham, april 2010
- J. K. Boyce,S. Cullenberg, P. K. Pattanaik i R. Pollin , *Human Development in the Era of Globalization*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2009
- J. P. Raines, C. G. Leathers*, Debt Innovations and Deflation,* Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2008
- J.M.Vazquez, M. Rider i S. Wallace*, Tax Reform in Russia,* Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2008
- John Grahl, *Global Finance and Social Europe*, Edward Elgar Publishing Cheltenham 2009
- K. Jenkins*, Politician and Public Services,* Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2009
- K. N. Schefer, *Social Regulation in the WTO*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, march 2010
- Kevin E. Davis, *Institutions and Economic Performance,* Edward Elgar Publishing, Cheltenham, june 2010.
- Kunibert Raffer, *Debt Management for Development*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham may 2010.

- L. Yueh, *The Economy of China*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, may 2010.
- M. Kallifatides, S. N. Ekwall i S. E. Sjostrand*, Corporate Governance in Modern Financial Capitalism,* Edward Elgar Publishing, Cheltenham, april 2010
- N. Bosch, M. E. Queralt, *The Political Economy of Inter- Regional Fiscal Flows*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, feb 2010.
- O.F. Hamouda, Money, *Investment and Consumption*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2009
- R. E.B. Lucas, L.Squire, T.N. Srinivasan, *Global Exchange and Poverty*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, feb 2010
- Robert D Tollison, *Fiscal Sociology the Theory of Public Finance*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2009
- S. Katzes, *Macroeconomic Theory and its Failings*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, jan 2010
- S. Wallace, *State and Local Fiscal Policy*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, jan 2010.
- Suresh Sundaresan, *Microfinance*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2008.