***FMIR…Finansijski menadžment - drugi kolokvijum***

*Poglavlje 7* **POLITIKA INVESTIRANJA**

**Investicije** podrazumevaju sadašnja ulaganja koja se vrše u materijalna, nematerijalna ili finansijska sredstva, radi povećanja ukupnog bogatstva određene organizacije ili šire društvene zajednice, u budućnosti.

Polazeći od stope prinosa, **investicioni projekti** se mogu klasifikovati kao:

* Ulaganja u zamenu opreme,
* Ulaganja u unapređenje i proširenje postojećeg poslovanja,
* Ulaganja u razvoj novog proizvoda ili ulaska na nova tržišta,
* Ulaganja uslovljena zakonskim normativima.

U zavisnosti od stepena povezanosti sa drugim projektima, postoje:

* Nezavisni projekti,
* Međusobno isključivi projekti,
* Zavisni projekti,
* Komplementarni projekti.

**Finansijske investicije** obuhvataju ulaganje u finansijsku imovinu, odnosno to su prvenstveno akcije, obveznice i druge HOV. Osobina te vrste imovine je stepen njene likvidnosti, budući da je reč o utrživim finansijskim instrumentima. Druga osobina im je identifikacija visine investicije i prinosa koji ona donosi.

**Realne investicije** su uglavnom vezane za materijalnu imovinu. Shodno tome, njihova namena nije vezana za držanje i ostvarivanje određenog prinosa, već za produktivno korišćenje određenih poslovnih aktivnosti. Vrednost takvih investicija je teško proceniti, budući da uz sebe vežu ulaganje u neto obrtni kapital, potreban za obavljanje planiranih aktivnosti.

***Finansiranje*** *je uži pojam od investiranja* i direktno se odnosi na obezbeđenje finansijskih sredstava, najčešće tuđih, zarad realizacije određenog investicionog projekta. **Investiranje** je širi pojam i odnosi se na obezbeđenje i ulaganje finansijskih sredstava, sopstvenih i tuđih, kao i svih drugih resursa koji su u funkciji realizacije određenog projekta, gde se efekti ulaganja očekuju u budućnosti.

**Projektni rizik** odnosi se na verovatnoću da kapitalna ulaganja u određeni projekat donesu određeni novčani tok. Što je viši nivo neizvesnosti vezan za određeno tržište, tehnologiju i druge faktore koji uslovljavaju poslovanje, a donose trošak, to je viši i nivo projektnog rizika.

**Portfolio rizik** odnosi se na zaradu koju potencijalno mogu da ostvare akcionari preduzeća realizacijom projekta.

**Period investiranja** karakteriše nastajanje novčanih odliva, koji se koriste za nabavljanje stalne imovine potrebne za efektuiranje projekata i za stvaranje uvećanih potreba za neto obrtnim kapitalom uslovljenih očekivanim obimom poslovnih aktivnosti projekata. Zato se ti odlivi nazivaju investicionim odlivima, ili češće investicionim troškovima.

**Period efektuiranja** prati stvaranje novčanih priliva od prodaje gotovih proizvoda/usluga. Da bi novčani prilivi imali kontinuiran tok, neophodno je kontinuirano opskrbljivanje proizvodnje materijalima, energijom i drugim proizvodnim imputima, kao i kontinuirano izmirenje obaveza trećim osobama u okviru procesa proizvodnje i realizaciji proizvodnih efekata (tekući novčani odlivi).

**Neto novčani tok** iz poslovanja preduzeća je razlika tekućih novčanih priliva i tekućih novčanih odliva koji nastaju tokom perioda efektuiranja.

**Uporedjivanje i rangiranje projekata** važno je iz tri razloga:

* Vreme,
* Inflacija i
* Rizik.

**Diskontna stopa** se može definisati kao kamatna stopa kojom se obavlja diskontni račun. Koristi se za svođenje budućih efekata ulaganja na sadašnju vrednost i predstavlja merilo oportunitetnog troška ulaganja sredstava.

**Diskontovanje** ili određivanje sadašnje vrednosti je u osnovi obrnut postupak od složenog ukamaćivanja.

**Period povraćaja** je najjednostavnija metoda finansijskog odlučivanja u realnim investicijama. Kriterijum perioda povraćaja odnosi se na *vreme,* najčešće broj godina, potrebno da bi se vratila uložena sredstva u određeni projekat iz neto novčanih tokova.

**Neto sadašnja vrednost** je osnovni kriterijum finansijskog odlučivanja i predstavlja sadašnju vrednost svih očekivanih tokova novca. Na neto vrednost treba gledati kao na razliku između godišnjih novčanih tokova u celom periodu efektuiranja projekta i troškova investiranja. Izraz sadašnja vrednost ukazuje da je sve efekte neophodno svesti na sadašnju vrednost, da bi bili međusobno uporedivi.

**Kriterijum neto sadašnje vrednosti** usklađen je sa osnovnim ciljem preduzeća – maksimiranjem njegove sadašnje vrednosti. Kada je kriterijum sadašnje vrednosti jednak nuli, on ukazuje na to da je projekat sposoban da vrati uloženi kapital i da osigura prihvatljivu profitabilnost. Prihvatanjem takvog projekta, preduzeće postaje jače, ali će akcijski kapital preduzeća ostati nepromenjen. Projekti sa pozitivnom sadašnjim vrednošću (višom od nule), imaju višu profitabilnost od one koja se od njih zahteva na tržištu. Kako su nadoknade poveriocima fiksne, to će celokupna ekstraprofitabilnost pripasti akcionarima preduzeća.

**Interna stopa prinosa** je drugi osnovni kriterijum finansijskog odlučivanja. To je ona diskontna stopa koja neto novčane tokove projekta u celom periodu efektuiranja svodi na vrednost njegovih troškova investiranja. Reč je o stopi prinosa ulaganja u projekat, koja uvažava vremensku vrednost novčanih tokova tokom celog perioda efektuiranja.

**Indeks profitabilnosti** je odnos diskontovanih neto novčanih tokova projekta u periodu efektuiranja investicionih troškova projekta. On **meri** relativnu profitnu snagu diskontovanih novčanih tokova prema vrednosti troškova investicije i pruža nam odgvor koliko zarađujemo na svaku investiranu novčanu jedinicu.

*Poglavlje 8* **RIZIK I ODLUKE O INVESTIRANJU**

**Sistematski rizik** podrazumeva sledeće komponente:

1. Stabilnost uslova privređivanja,
2. Privredni ciklus zemlje,
3. Bezrizične stope prinosa (prinosi dugoročnih državnih obveznica),
4. Inflaciona očekivanja,
5. Stabilnost valute (konvertibilnost),
6. Agrarna politika zemlje (stabilnost paritetnih cena inputa i outputa),
7. Raspoloživost faktorima proizvodnje (materijalnim i ljudskim),
8. Ravnoteža ponude i tražnje novčanog kapitala (raspoloživost) i
9. Zadaci za zaštitu životne sredine.

Faktori **nesistematskog (spedifičnog) rizika** obuhvataju:

1. Rizik ostvarenja prinosa,
2. Rizik ostvarenja stope dobiti,
3. Rizik tržišta (paritet cena inputa i outputa),
4. Rizik menadžmenta,
5. Rizik likvidnosti i
6. Rizik stečaja.

Kod procene individualnog rizika **neizvesnost** je najčešće definisana kroz:

* Poslovni rizik,
* Finansijski rizik,
* Rizik likvidnosti,
* Rizik stope konverzije i
* Rizik zemlje (politički rizik).

**Analiza senzitiviteta** je tehnika koja meri promenu u vrednosti jedne varijable, usled promena koje su se dogodile kod druge varijable. Svrha sprovođnja ove analize je da ukaže na to šta će se dogoditi sa efikasnošću novčanog toka projekta ukoliko se promeni vrednost neke od ključnih varijabli u odnosu na njenu očekivanu vrednost.

**Analiza scenarija** je proces analiziranja mogućih budućih događaja razmatranjem alternativnih ishoda. Ona ispravlja nedostatak tehnika koje se zasnivaju na ekstrapolaciji, a koje se zasnivaju na analizi istorijskih podataka, kako bi se dobila predstava o budućnosti.

*Poglavlje 9* **UPRAVLJANJE OBRTNIM SREDSTVIMA**

**Neto obrtna sredstva** su čisto finansijska konstrukcija, što znači da ona nisu nikakva bilansna pozicija sredstava, ni izvora finansiranja u bilo kom smislu reči, na šta termin sredstva ukazuje, već prosto ukazuje na onaj deo ukupnih obrtnih sredstava koji je pribavljen iz dugoročnih izvora finansiranja. Prema definiciji, **neto obrtna sredstva** su razlika između ukupnih obrtnih sredstava i kratkoročnih izvora finansiranja. Sve dok su obrtna sredstva bar nešto veća od kratkoročnih obaveza, preduzeće raspolaže izvesnim iznosom neto obrtnih sredstava i može da opstane na finansijski zdravoj osnovi. **!!!**

**Operativni ciklus** pokazuje koliko dana protekne od nabavke resursa, do naplate prodatih proizvoda sačinjenih na bazi nabavljenih resursa.

**\*\* *Operativni ciklus = Period obrta zaliha + Period naplate potraživanja***

**Gotovinski ciklus** pokazuje vreme koje, u proseku, protekne od isplate dobavljačima za nabavljene resurse, do naplate potraživanja po osnovu prodate robe.

***\*\* Gotovinski ciklus = Operativni ciklus – Period obrta dobavljača***

**Troškovi držanja zaliha** su troškovi prostora i vremena.

Upravljanje zalihama ima za cilj optimizaciju ulaganja u zalihe. U praksi to znači da treba držati nivo zaliha neophodan za normalno odvijanje poslovnih procesa. Ekstremna tačka upravljanja zalihama je, zapravo, nepostojanje zaliha.na taj način se vrši minimalizacija ulaganja u zalihe. Takav pristup se naziva “**just in time” upravljanje zalihama**.

*Poglavlje 10* **UPRAVLJANJE LIKVIDNIM SREDSTVIMA**

U trgovinskoj praksi je ustaljeno korišćenje engleskih skraćenica za **nekreditne vidove plaćanja**:

1. Avansno plaćanje (CBD - *cash before delivery*) – podrazmeva naplatu pre isporuke. Najčešće se koristi kada se proizvod ili usluga kreiraju po specifikacijama kupca.
2. Naplata pri isporuci (COD – *cash on delivery*) – ili popularnije, gotovinsko plaćanje. Koristi se uglavnom kada se roba dostavlja kupcima koji nisu stalne mušterije, ili kada se roba dostavlja vrlo širokom krugu kupaca.
3. Komercijalni kredit – označava sva plaćanja koja ne prethode uplati ili koincidiraju sa njom. To znači da se roba isporučuje u jednom, a plaćanje vrši u nekom narednom periodu. Za kupca ovakav aranžman predstavlja vrstu kredita i najčešće se naziva komercijalnim (trgovačkim) kreditom. Sa aspekta prodavca ovaj odnos stvara potraživanja iz poslovanja.

**Kreditni period** je onaj period koji protekne od prodaje do naplate. Uobičajeno je i da se nudi gotovinski popust za promptno namirenje plaćanja, koji se u trgovinskoj i finansijskoj praksi najčešće naziva **kasa skonto**. Period u kome se kasa skonto nudi kupcima naziva se **diskontni period**.

Formalniji vidovi obezbeđenja se zasnivaju na menicama, jer se na taj način jasno definiše obaveza kupca još pre isporuke robe. U takvom slučaju najprostiji postupak je da se pripremi komercijala (bezuslovna) menica. Stvar funkcioniše na sledeći način: prodavac trasira menicu kojom se nalaže plaćanje od strane kupca i šalje tu menicu kupčevoj banci, zajedno s dokumentacijom o otpremi. Ako se zahteva neposredno plaćanje, menica se naziva menicom po viđenju. Ako zahtev nije te prirode, govori se o ročnoj menici. Zavisno od toga o kojoj je menici reč, kupac ili uplaćuje ili priznaje dug, tako što dodaje reč “akceptirao” (prihvatio) i potpisuje. Banka potom predaje otpremnu dokumentaciju kupcu, a prodavcu prosleđuje novac ili trgovački akcept. Kupac može da drži trgovački akcept do roka dospeća, ili može da ga primeni kao jemstvo za zajam.

**Kolateral.** Novčani tok je uvek izvor za isplatu svih dospelih obaveza preduzeća. Međutim, zajmodavci često procenjuju i visinu sredstava koja mogu da služe kao kolateral. Kolateral (zalog) označava skup svih

sredstava koja mogu da služe kao garancija da će obaveze da budu servisirane. Najčešće su to nekretnine, oprema ili HOV. Nije redak slučaj da se kao kolateral procenjuju i zalihe ili potraživanja od kupaca. Ovo ne znači nužno da na tim sredstvima mora da se pokrene formalno obezbeđenje (npr.hipoteka), već samo da ona mogu da služe kao dodatni argument za odobravanje kredita.

**Zatezna kamata** se zaračunava na osnovni iznos duga, onda kada istekne rok dospeća duga. Time su dužnici motivisani da ne odlažu isplatu svojih obaveza, jer se svakim danom dug uvećava.

Preduzeća mogu da prodaju potraživanja, što se u stručnim krugovima naziva **faktoring**. Suština faktoringa je da klijent, odnosno prodavac robe i usluga, svoja potraživanja prodaje faktoru (lice koje otkupljuje potraživanja) pre roka njihovog dospeća i naplaćuje proviziju. Prednost faktoringa za prodavca potraživanja se ogleda u povećenju likvidnosti usled brže naplate, smanjenja rizika nenaplativih potraživanja, smanjenju administrativnih troškova naplate potraživanja, itd.

**Forfeting** je posao sličan faktoringu. Suštinska razlika je u vrsti potraživanja koja se otkupljuju. Kod forfetinga se otkupljuju dugoročna sredstva sa rokom dospeća od pet godina.

**Troškovi nedostatka gotovine** su:

* *Špekulativni gubici*. Ukoliko preduzeće nema dovoljno gotovine da u diskontnom period plati nabavke robe i usluga, to može da bude znatan oportunitetni trošak.
* *Troškovi pozajmljivanja*. Nestašice novca mogu preduzeće da izlože riziku od zaduživanja. Pozajmljivanje kratkoročnih sredstava od banaka i drugih finansijskih institucija će sa sobom da nosi troškove kamate, koji ponekad mogu da budu vrlo visoki.
* *Gubitak poslovnog ugleda*. Kašnjenja u isplati dobavljača koje je uslovljeno nedostacima gotovine, može da naruši poslovni ugled preduzeća. Ovo može da bude potencijalno najopasniji rizik nedostatka gotovine, jer neurednim platišama često bivaju uskraćene bilo kakve isporuke sirovina i usluga na kredit.

*Poglavlje 11* **KRATKOROČNO FINANSIRANJE**

**Neobezbeđeni izvori** mogu da budu:

* Izvori koje je moguće ispregovarati na tržištu novca, bilo od banaka i drugih finansijskih institucija, bilo od drugih neinstinucionalnih zajmodavaca,
* Spontani izvori, koji nastaju kao posledica kontinuiranog poslovnog procesa.

**Kratkoročni obezbeđeni izvori finansiranja** su eksterni fondovi sredstava sa rokom dospeća do godinu dana. Oni u preduzeće dolaze ili putem direktnog pregovaranja sa bankama i dr.finansijskim intitucijama ili putem emisije i prodaje kratkoročnih HOV. U prvom slučaju banke, kao zajmodavci, obezbeđuju preduzeću kratkoročne kredite. U drugom slučaju, preduzeće vrši emisiju različitih instrumenata tržišta novca, poput komercijalnih zapisa ili bankarskih akcepta, čime prikupljaju sredstva velikog broja kreditora. Emisija se vrši direktno ili posredno, putem dilera.

**Kreditna linija** (*line of credit*) je ugovor kojim banka odobrava preduzeću mogućnost uzimanja kredita, a korisnik kredita može da ga koristi kada god se za to ukaže potreba. Naznačeni iznos predstavlja samo gornju granicu, a korisnik ne mora da podigne čitavu sumu, već samo neki njen deo. Ukoliko se kasnije ukaže potreba, mogu se podizati novi krediti, sve do granice utvrđene kreditnom linijom.

**Komercijalni zapisi** (*commercial papers*) su neosigurane dužničke HOV sa rokom dospeća od nekoliko, pa sve do 270 dana. Ovim hartijama se emitent obavezuje da će kupcu hartije, u fiksno određenom roku, da isplati glavnicu, sa pripadajućom kamatom.

**Bankarski accept** (*bankers’ acceptance*) je kratkoročna HOV koja se najčešće koristi u spoljnoj trgovini. Reč je o menici na koju banka stavlja akcept. Akcept je potpis ovlašćenog lica kojim se imaocu hartije obećava isplata sume novca naznačene na hartiji o roku njenog dospeća. Rok dospeća kreće se od 30 do 270 dana, a najčešće glasi na 90 dana.

Razlikuju se sledeće **metode finansiranja**, u zavisnosti od toga koji će deo sredstava biti finansiran dugoročnim, a koji kratkoročnim izvorima:

1. Suština **hedžing pristupa** (*hedging approach*) je u tome da preduzeće potpuno usklađuje ročnost sredstava i njihovih izvora. To znači da se kratkoročne i sezonske varijacije tekuće aktive (obrtnih sredstava) finansiraju kratkoročnim izvorima, odnosno obavezama, a stalna – trajna obrtna sredstva i osnovna sredstva – dugoročnim izvorima (dugoročnim dugovnim ili akcijskim kapitalom).
2. **Konzervativna finansijska politika** (*conservative approach*) podrazumeva da se, ne samo trajna obrtna sredstva, nego i deo preostalih obrtnih sredstava, finansira dugoročnim izvorima radi povećanja sigurnosti poslovanja preduzeća. Povećanje sigurnosti (odnosno smanjenje rizika) će istovremeno da znači i povećane troškove finansiranja, jer se povećalo učešće dugoročnih prema kratkoročnim izvorima finansiranja.
3. **Agresivna finansijska politika** (*aggressive approach*) prihvata da se i deo trajnih obrtnih sredstava finansira kratkoročnim izvorima, izlažući se stoga povećanoj nesigurnosti. Kratkoročni izvori dospevaju pre nego što su sredstva koja su finansirali obezbedila njihovo vraćanje, tako da će morati da budu refinansirana na dan dospeća, što po pravilu povećava cenu kapitala preduzeća.

*Poglavlje 12* **DUGOROČNO FINANSIRANJE**

**Dugoročni izvori finansiranja** se javljaju u dve osnovne forme:

1. Sopstveni izvori finansiranja i
2. Dugoročne obaveze.

**Obična akcija**, kao finansijski instrument za pribavljanje akcijskog kapitala, je HOV koja obične akcionare, odnosno njihove vlasnike, čini legalnim suvlasnicima preduzeća, srazmerno vrednosti udela njihovih akcija u ukupnom akcionarskom kapitalu preduzeća.

**Najznačajnija prava** koja imaju imaoci običnih akcija su:

* Glasačko pravo u skupštini akcionara o svim odlukama za koje je nadležna skupština,
* Pravo na izbor organa upravljanja i nadzora,
* Pravo na dividendu kao prinos na uloženi kapital, pri čemu treba za svaku klasu akcija mora biti isplaćen isti iznos dividende,
* Pravo na prodaju akcija na sekundarnom tržištu,
* Pravo na namirenje iz likvidacione stečajne mase, pri čemu se treba istaći da su obični akcionari poslednji na listi namirilaca iz likvidacione ili stečajne mase.

Postoje različiti **tipovi i oblici emisije i plasmana korporativnih HOV**:

1. Javna ponuda (*public offering*),
2. Privilegovana ponuda (*rights offering*) i
3. Direktna emisija (*private/direct placement*).

**Tržišna vrednost akcija** (*market value*), za razliku od knjigovodstvene, ne zavisi od istorijskih troškova nabavke, već od budućih zarađivačkih moći. Tržišnom vrednošću se procenjuje sposobnost akcije da generiše zaradu, pa se uzima u obzir sposobnost rasta.

**Preferencijalne akcije** (*preference shares*), koje se nazivaju i povlašćene ili prioritetne, hibridni su izvor akcijskog kapitala, zato što imaju određene karakteristike i običnih akcija, ali i dugoročnih obveznica. One svojim imaocima obezbeđuju i prioritetnije pravo namirenja iz likvidacione i stečajne mase u odnosu na obične akcije.

**Akumuliranu dobit** čine interni sopstveni i trajni kapital preduzeća nastao ulaganjem – reinvestiranjem dela neto dobiti u poslovanje preduzeća, nakon isplate dividendi. U računovodstveno-tehničkom smislu akumulirana dobit se definiše pojmovno kao rezerve i neraspoređena dobit prethodnih obračunskih perioda.

**Dugoročne obveznice** (*bonds, loan notes*) su HOV kojima se emitent obavezuje da kupcu, odnosno imaocu obveznice, u navedenom roku isplati nominalnu vrednost (glavnicu), uz periodične isplate pripadajuće kamate. Prikupljanje kapitala emisijom i prodajom obveznica je istovetno uzimanju dugoročnih kredita. Ključna razlika je u tome što se krediti uzimaju od malog broja finansijskih institucija – banaka, dok se obveznice nude na tržištu kapitala, pa je potencijalni broj kupaca mnogo veći.

**Konvertibilne obveznice** se u određenom roku, koji može biti sve do datuma dospeća obveznice, mogu pretvoriti u akcije, ali se za takvu konverziju često vezuje i potreba plaćanja određene premije. Ukoliko je prinos na vlasničke hartije veći od prinosa na obveznice, imaoci konvertibilnih obveznica će iskoristiti pravo konverzije.

**Operativni lizing** je vrsta zakupa u kome davalac lizinga zadržava vlasništvo nad sredstvom, što znači da se rizik i koristi od sredstva ne prenose na primaoce lizinga. Ovakav ugovor se uglavnom zaključuje na rok koji je kraći od samog veka trajanja sredstva uzetog na lizing, pa je ostatna vrednost sredstva znatna. Nakon isteka roka zakupa, vlasništvo se ne prenosi na primaoca lizinga. Ugovor može da se raskine bez restrikcija.

**Finansijski lizing** je ugovor o zakupu kojim se prenose i rizik i koristi od sredstva na primaoca lizinga, a ugovor se sastavlja na rok koji po zakonu ne sme biti kraći od dve godine. Primalac lizinga je odgovoran za održavanje sredstva, a pošto se rok ugovora i vek trajanja sredstva najčešće poklapanju, nakon isteka roka primaocu lizinga ili ostaje sredstvo u vlasništvu, ili je potrebno da za njega plati diskontovanu naknadu. Ugovor teško može da se poništi, a ukoliko takva klauzula i postoji, obično su penali za otkazivanje izuzetno veliki.

**Finansijskim lizingom** će se u bilansu stanja javiti sredstvo uzeto u zakup, kao i pozicija lizinga kao dugoročnog izvora sredstava u **pasivi**. **Operativni lizing** će biti tretiran kao rashod perioda i to kao poslovni rashod, pa će biti iskazan u bilansu uspeha.

*Poglavlje 14*  **POLITIKA DIVIDENDI**

**Dividenda** je novčana suma, odnosno postotak dobiti koju akcionarsko društvo isplaćuje svojim akcionarima.

*Zarada po akciji*

*Dividenda po akciji*

*Racio isplate dividendi*

*Prinos u vidu dividendi*

**Argumet „vrabac u ruci“** je prvi argument vezan za sklonosti ka dividendama. Naime, Majron Gordon i Džon Lintner su pokušali da opovrgnu teoriju irelevantnosti dividendi, tvrdeći da investitori više vrednuju dolar dividende sada nego moguće kapitalne dobitke od povećanja cena akcija u budućnosti. Pošto investitori generalno ne vole rizik, oni će preferirati trenutne sigurne efekte, naspram budućih neizvesnih benefita. MM su kontrirali ovom argumentu činjenicom da većina investitora svoje dividende koristi za kupovinu akcija istog preduzeća. Otuda rizičnost investicija u akcije mnogo više zavisi od profitabilnosti i novčanih tokova preduzeća, nego od isplata dividendi. Shodno tome, oni su ovu teoriju nazivali „zabludom vrapca na grani“.