

КОМИСИЈА ЗА РАЧУНОВОДСТВО И РЕВИЗИЈУ
БОСНЕ И ХЕРЦЕГОВИНЕ

ИСПИТ ЗА СТИЦАЊЕ ПРОФЕСИОНАЛНОГ ЗВАЊА
ОВЛАШЋЕНИ РЕВИЗОР
(ИСПИТНИ ТЕРМИН: МАЈ 2015. ГОДИНЕ)

ПРЕДМЕТ 13:
НАПРЕДНИ ФИНАНСИЈСКИ МЕНАџМЕНТ

I - ЕСЕЈИ

1. Предмет (подручја) стратешког одлучивања

Рјешење: стр. 83-91

2. Утицајни фактори на управљање дивидендном политиком

Рјешење: стр. 455-457

3. Финансирање закупом (leasingom)

- a. Објасните основне карактеристике финансирања закупом (4 бода)**
- b. Детаљно објасните облике финансирања закупом (6 бодова)**
- c. Објасните порезни третман закупа (2 бода)**
- d. Објасните економске разлоге за закуп (2 бода)**
- e. Дајте примјер упоредбе финансирања закупом и финансирања дугом (6 бодова)**

Одговор: види Van Horne, Wachowicz, стр. 584-592

Закуп је уговор по којем се једна странка, закуподавац (власник) неке имовине слаже да ће ту имовину дати на кориштење другој странци, закупопримцу, у замјену за периодичне ренте.

Оперативни и финансијски леасинг

Продаја и повратни закуп

Директни закуп

Полужни (левераге) закуп

Порезни третман

Економски разлог за закуп – разне порезне користи за предузећа произилазе из кориштења закупа, алтернативни минимални порез

Детаљан одговор видјети у Van Horne, Wachowicz, стр. 584-592

II - ЗАДАЦИ

1. Одредити сложени принос на инвестиције предузећа у наставку и одредити која је инвестиција најбоља:

а. Куповина пословног простора, куповна цијена 220.000 КМ, при чему треба платити и порез на промет некретнина у износу од 5% овај износ. Предузеће планира продати пословни простор за пет година када очекује да га моћи продати по цијени од 300.000 КМ нето. (8 бодова)

б. Куповина дионица АБЦ дионичког друштва по цијени од 80 КМ данас, уз процјену да ће дионице за пет година вриједјети 100 КМ. Не очекује се исплата дивиденди, нити постоје порези на капиталну добит и дивиденде од дионица. (8 бодова)

ц. Новац је могуће уложити и у штедни рачун који доноси 6% приноса годишње. Под претпоставком истог уложеног износа, при чему су дионице хипотетски дјелјиве, која је инвестиција најбоља и с којим би се износом на крају периода располагало. (4 бода)

Рјешење:

а.

иницијална инвестиција = 220.000 + 220.000x0,05 = 231.000КМ (2 бода)

$$(1 + R) = \sqrt[5]{\frac{300.000}{231.000}} = \sqrt[5]{1,2987} = 1,0537$$

$$R=5,37\%$$

(8 бодова)

б.

$$(1 + R) = \sqrt[5]{\frac{100}{80}} = \sqrt[5]{1,25} = 1,0456$$

$$R=4,56\%$$

(8 бодова)

ц. Најбоље је уложити новац у штедни рачун, јер ова инвестиција доноси највећи принос (6% годишње). (2 бода)

На крају периода би се располагало са:

$$FV_5 = 231.000 \text{ КМ} \times 1,06^5 = 309.130,11 \text{ КМ} \quad (2 \text{ бода})$$

2. Који је очекивани принос портфолија састављеног од 50% вриједносних папира предузећа А и 50% предузећа Б под следећим претпоставкама:

- очекује се да ће предузеће А зарадити 9%, уколико економија у земљи буде стандардна, а у случају рецесије, зарада ће бити 11%.
- предузеће Б очекује да ће у наведеним стандардним условима пословања остварити 7%, а у условима рецесије 6%.
- Такође, очекивање за обје компаније у евентуалној експанзији економије је да ће зарада достићи ниво од 15%.
- Вјероватноћа да ће привреда бити нормална је 70%, рецесија 15% и експанзија 15%.

Рјешење:

$$\bar{k} = k_1 Pr_1 + k_2 Pr_2 + \dots + k_i Pr_i$$

$$K_A = (9*0,7) + (11*0,15) + (15*0,15) = 10,2\%$$

$$K_B = (7*0,7) + (6*0,15) + (15*0,15) = 8,08\%$$

Очекивана стопа приноса портфолија:

$$\left(\bar{k}_p\right) = \omega_1 k_1 + \omega_2 k_2 = \dots \omega_i k_i,$$
$$K_p = (0,5 * 10,2) + (0,5 * 8,08) = 9,14\%.$$

Одговор: портфолио састављен од 50% хартија од вриједности предузећа А и 50% предузећа Б има очекивани принос од 9,14% (као збир пондерисаних стопа приноса на појединачне хартије од вриједности).

- (a) U statutu ili odluci o osnivanju preduzeća izričito navesti koje odluke donose vlasnici a koje menadžment.
- (b) Uz godišnji bilans menadžment podnosi vlasnicima:
- sveobuhvatnu analizu prinosnog, imovinskog i finansijskog položaja,
 - izvještaj nezavisnog revizora o istinitosti i objektivnosti finansijskog izvještaja.
- (c) Investicione odluke i odluke o finansiranju donose se isključivo na osnovu sveobuhvatnog investicionog projekta.
- (d) Odluka o dividendi uslovljena je finansijskim položajem i budućim investicijama.
- (e) Visina bonusa uslovljena je kriterijumima utvrđenim ugovorom između menadžmenta i vlasnika, ali i finansijskim položajem preduzeća.

3. PREDMET (PODRUČJA) STRATEŠKOG ODLUČIVANJA

Strateško odlučivanje je važno gotovo kao i finansije. Donosioci strateških odluka (top menadžeri – direktori) nerijetko ne poznaju osnovne principe finansija, jer nisu finansijski obrazovani, pošto su druge profesionalne orijentacije. Pri tome, zbog oskudnosti vremena, ne žele ga trošiti za učenje o finansijama, ali osjećaju potrebu za informacijama koje bi bile u funkciji efikasnijeg rukovođenja preduzećem i donošenja kvalitetnijih poslovnih odluka. Za to im je potrebno opšte razumijevanje finansija kako bi im one pomogle u oblikovanju strategija u kontekstu uspješnog strateškog odlučivanja.

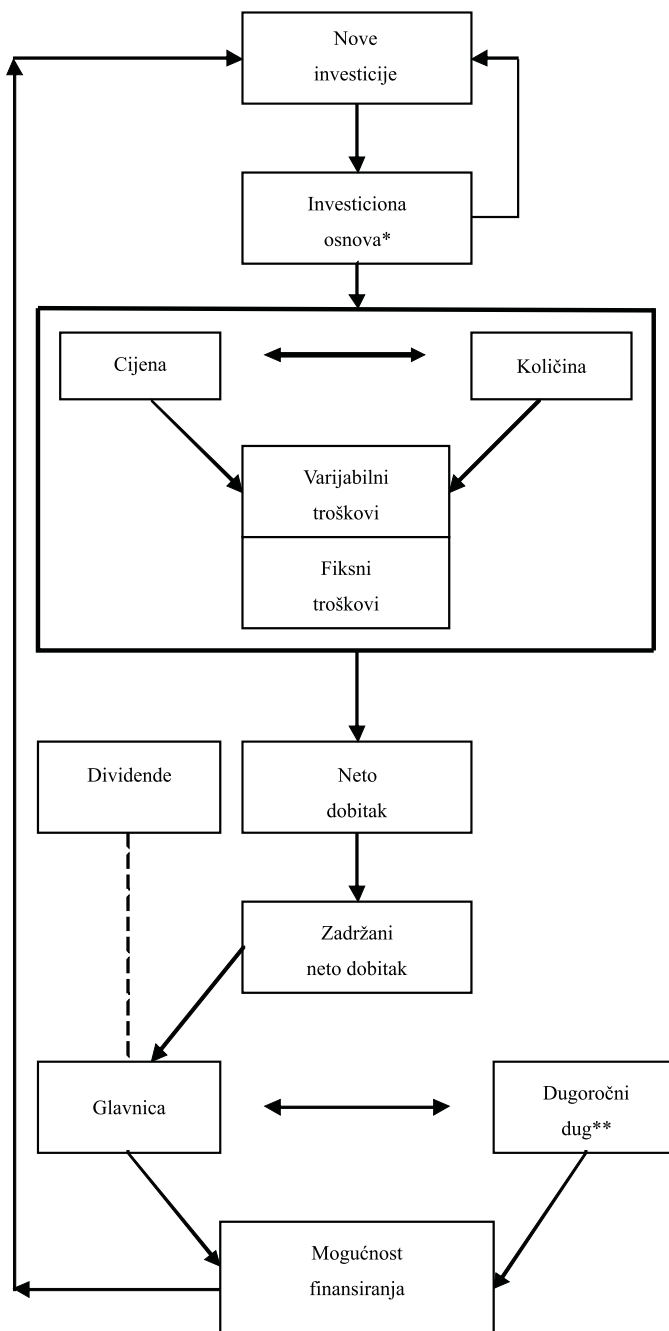
Predmet, odnosno glavna područja strateškog odlučivanja su, u stvari, zatvoreni međusobno povezani tokovi sredstava u tipičnom poslovnom sistemu koji se odnose na područje:

- investiranja,
- poslovanja,
- finansiranja,

što su zapravo i osnovne strategije poslovnog sistema, a to se na najbolji način može pokazati sljedećim dijagramom.⁹²

⁹² Modifikovano prema: Erich A. Helfert: Tehnike finansijske analize, Hrvatska zajednica računovoda i finansijskih djelatnika, Zagreb, 1997. str. 8.

Slika 1.12. Dijagram poslovnog sistema



* Pretpostavlja se da se stalno reinvestira iznos jednak amortizaciji radi održavanja svih postojećih postrojenja i opreme u dobrom stanju.

** Pretpostavka stalnog prenošenja duga (refinansiranje), tj. otplate, ne dovodi do smanjenja duga jer se posuđuju nova sredstva za pokriće datih obaveza otplate.

Gornji dio dijagrama ukazuje na aktivnosti investiranja, i to: postojeće, odnosno osnovno investiranje i dodatno (novo) investiranje u projekte.

Srednji dio ukazuje na isprepletanost i međuuslovljenosti cijena, količina proizvodnih dobara te varijabilnih i fiksnih troškova.

Donji dio dijagrama, u osnovi, prezentuje osnovne finansijske odluke koje se donose prilikom poslovanja, i to u segmentu:

- **rasporeda neto dobitka** iz poslovanja koji se raspoređuje na dividende akcionarima i zadržani neto dobitak (zaradu) koja ostaje u preduzeću;
- **dugoročnih izvora kapitala** preduzeća koji odražava podjelu između *vlasničke glavnice*, uvećane za zadržanu zaradu i *dugoročnog duga*.

Odluke unutar posljednjeg dijela grafika posljedično utiču na potencijalne mogućnosti povećanja sredstava za investicije jer strelica pokazuje da se iz tog dijela sredstva pribavljaju za nove investicije koje su na vrhu dijagrama.

Iz prethodnog dijagrama se može uočiti i osnovna karakteristika poslovnog sistema, a to je dinamička međuzavisnost ključnih upravljačkih *strategija, politika i odluka*, te u skladu s njima i kretanje sredstava koje one uzrokuju.⁹³

Pri tome uspješnost upravljanja preduzećem zavisi, u stvari, od stepena usklađenosti ovih varijabli. Jer, za preduzeće se ne mogu odrediti agresivni ciljevi poslovanja a istovremeno ostati kod vođenja krute i konzervativne finansijske politike. Ne može se ostati kod isplaćivanja visokih dividendi iz tekućeg neto dobitka uz istovremeno vođenje restriktivne politike zaduživanja. Sve to može dovesti do problema u vezi s održavanjem udjela na tržištu, jer će za konsekvencu objektivno imati problem pribavljanja sredstava za nove investicije u projekte. Dakle, osnovano je ustvrditi da nema uspješnog upravljanja bez usklađenog i sistemskog pristupa poslovnim strategijama, investicionim ciljevima, ciljevima poslovanja i finansijskim politikama koje se međusobno dopunjavaju. Prethodni dijagram na plastičan (slikovit) način omogućuje, u stvari, prepoznavanje tih međusobnih odnosa i mjesto i ulogu donosioca strateških odluka koji nastoji iskoristiti posjedovanje različitih resursa za postizanje očekivanih koristi, gdje se poslovne odluke mogu svrstati u:

- *investiranje* resursa,
- *poslovanje* preduzeća korišćenjem ovih resursa,
- odgovarajuće strukture *finansiranja* kojim se obezbjeđuju finansijska sredstva za potrebne resurse.⁹⁴

3.1. Strateške odluke u preduzeću

Onaj ko radi i griješi. Ali ako se pogriješi pri donošenja krupnih (strateških) odluka, greške imaju trajne, neispravljive i nepovratne posljedice i implikacije na poslovanje i budućnost preduzeća, čime se zapravo stvara problem. Imajući u vidu i analizirajući prethodni dijagram može se govoriti, u osnovi, o tri vrste strateških odluka gdje menadžment treba primijeniti poseban postupak tokom njihovog donošenja. U tu strategiju spadaju:

⁹³ Vidjeti: Ibidem, str. 13.

⁹⁴ Ibidem, str. 6

Odluka o investiranju. Odlučivanju o investiranju prethodi izrada investicionog projekta koji obuhvata: istraživanje prodajnog i nabavnog tržišta, kvantifikaciju ulaganja u nove investicije, kvantifikaciju prihoda i rashoda po osnovu tih investicija, kvantifikaciju cijene kapitala, analizu rentabilnosti (neto sadašnja vrijednost, stopa povraćaja, rok povraćaja, računovodstvena stopa prinosa), analizu likvidnosti i analizu neizvjesnosti (elastičnost, osjetljivost, vjerovatnoća). Odlučivanje o investicijama je zapravo odlučivanje da li prihvatiti ili ne prihvatiti ponuđeni investicioni projekat. Ako investicioni projekat obećava ostvarenje dobitka, a time i povećanje bogatstva vlasnika uz prihvatljiv stepen rizika neizvjesnosti, investicioni projekat će biti prihvaćen i realizovan. U suprotnom, biće odbačen.

Investicije su glavna pokretačka snaga svakog poslovnog sistema.

Dakle, osnovano je konstatovati da su *investicije* glavna pokretačka snaga svakog poslovnog sistema. Investiranje omogućuje provedbu glavne poslovne strategije koju razvija menadžment, a uključuje planove kapitalnih investicija kojima se postojeća ili tek pribavljena sredstva usmjeravaju u tri područja: 1. obrtni kapital (uglavnom novčana salda, dospjela potraživanja od kupaca i zalihe umanjene za primljene trgovinske kredite od dobavljača te ostale uobičajene tekuće obaveze); 2. nova postrojenja i opremu; 3. značajne planove trošenja sredstava (poput programa istraživanja i razvoja ili propagandnih programa). U procesu planiranja kapitalnih investicija menadžment periodično ocjenjuje raspored postojećih investicija i bira nove kako bi se postigla rentabilnost koju nastoje ostvariti akcionari.

Dezinvestiranje je radnja suprotna investiranju.

Dezinvestiranje je radnja suprotna investiranju i predstavlja važnu opciju ako se može, recimo, dokazati da je odluka o povlačenju s postojećeg tržišta ili aktivnosti ekonomski opravdana. Takva odluka znači da se rješavamo imovine angažovane na nekom mjestu i tako oslobođena sredstva unosnije angažujemo na drugome mjestu. Kod dezinvestiranja (u užem smislu) se radi o ponovnom unovčenju kapitala koji je vezan u nekom realnom dobru (dugoročno vezanoj imovini) gdje se ponovno unovčenje može odvijati:

- Redovno, za vrijeme perioda upotrebe realnog dobra u visini periodičnih otpisa, osim zemljišta,
- Jednokratnom prodajom ili prestankom rada, jer je ona već otpisana ili svedena na minimalan iznos, ili je pak nepotrebna, te ne donosi zahtijevani prinos ili nam više neće biti potrebna.⁹⁵

Pri tome odluku o investiranju ili dezinvestiranju valja uskladiti ne samo s karakteristikama i potrebama poslovanja nego i s finansijskom politikom.

Pri tome odluku o investiranju ili dezinvestiranju valja uskladiti ne samo s karakteristikama i potrebama poslovanja nego i s finansijskom politikom koju menadžment smatra u tom periodu prihvatljivom. Tako će, na primjer, strateška odluka, poput izbora sadašnjeg ili nekog drugog tržišta, bitno uticati na način i mjesto smještaja novih postrojenja i opreme. Osnovne karakteristike tih tržišta, poput mogućnosti brzog rasta, mogu zahtijevati značajne buduće investicije, a one mogu biti ograničene mogućnostima pribavljanja sredstava pod uticajem tekuće finansijske politike.

Indikatori koji pomažu pri izboru novih investicija ili dezinvestiranja obično se zasnivaju na konceptima sadašnje vrijednosti, o čemu ćemo šire raspraviti u šestom poglavlju ove knjige. Indikatori efikasnosti korištenja postojećih investicija obično se zasnivaju na konceptu stope rentabilnosti (povrata), i o njima ćemo takođe govoriti u nastavku (treće poglavlje).

Donošenje odluka o novim investicijama (kao i dezinvesticijama) uključuje niz složenih problema na koje menadžment mora adekvatno odgovoriti. Budući da su kapitalne investicije, suprotno tekućem trošenju, obično dugoročna angažovanja, one treba da budu u skladu s ukupnom strategijom preduzeća. Zbog toga ih treba vrednovati sa gledišta strategijskog značaja za razvoj preduzeća. S tim u vezi, finansijska ocjena na kojoj se temelji odluka o investiranju mora biti sačinjena u skladu s opšteprihvaćenim metodama evaluacije investicionih projekata. Tako su investicije u zemljište, postrojenja i opremu, zgrade, prirodne izvore i ostalu imovinu planirane

⁹⁵ Šire vidjeti: prof. dr Klaus Ziegenberin: Kontroling, RRIF, Zagreb, 2008. str. 285.

radi budućih koristi dio strategije preduzeća koju usvaja menadžment preduzeća, ali se one periodično zbog promjena u okruženju ponovo preispituju. Naime, izbor investicija onih projekata treba odraziti put kojim preduzeće želi krenuti, uzimajući u obzir očekivane koristi, perspektive preduzeća unutar određene grane ili grupacije, kao i poziciju preduzeća spram svojih konkurenata.

Pri tome, recimo, preduzeće može investirati u novo postrojenje radi proširenja proizvodnih kapaciteta, računajući da će povećani dobitak zbog dodatne proizvodnje uticati na ekonomsku opravdanost investicije. Ulagati se može i u zamjenu zastarjelih ili amortizovanih postrojenja radi povećanja efikasnosti. U takvom slučaju uštede proizvodnih troškova opravdavaju investiciono ulaganje. Neke, opet, strategije podrazumijevaju osvajanje novih tržišta što zahtijeva gradnju potpuno novih postrojenja, njihovu rekonstrukciju ili pak prodaju, te reinvestiranje tih sredstava. Neke od strategija mogu uključivati izgradnju objekata namijenjenih istraživanju, očekujući njihov doprinos u razvoju novih proizvoda i procesa, ili pak njihovo uključivanje u značajne promotivne aktivnosti s ciljem povećanja ostvarivanja tržišnog udjela preduzeća u određenom periodu. I ova strategija traži sadašnje izdatke radi budućih koristi.

Ove i ostale mogućnosti otkrivaju se u toku samog procesa strategijskog planiranja kada se ispituju limitirajući faktori u preduzeću kao i stvarni ciljevi pojedinih strategija. Svaka od strategija koje neminovno traže izdatke gotovine u preduzeću mora ponuditi neke ekonomske koristi.

Investitor pojedinac ulažući kapital očekuje kamatu ili dividendu. Suprotno tome, preduzeće koje investira ostvaruje dodatni neto dobitak kao rezultat povećanog obima proizvodnje, izrade novih proizvoda ili smanjenja troškova.

Teorijski koncepti ocjene i rangiranja investicionih projekata, koji su unapređivani u posljednje tri decenije, uveliko se oslanjaju na portfolio teoriju, kako u smislu vrednovanja rizika tako i u upoređivanju rentabilnosti ulaganja i njihovih troškova kapitala. Ti koncepti su vrlo složeni i ovise o nekoliko značajnih pretpostavki. Jednostavno rečeno, teorija podrazumijeva da uz prihvatljiv rizik treba da budu prihvaćene investicije čije su koristi veće od troškova.

Međutim, u praktičnoj primjeni teorija povlači za sobom nekoliko problema. *Prvo*, u vrijeme pripreme plana investicionih projekata nije moguće predvidjeti sve investicione mogućnosti, jer se tada menadžment suočava sa stalnim promjenama planiranog vremenskog horizonta, u kojima se javljaju nove mogućnosti investiranja, dok one već poznate nestaju, prije svega zbog promjene uslova u okruženju. *Drugo*, u najvećem broju preduzeća plan investicionih projekata se sastavlja samo jednom godišnje. Kako se pri investiranju uzimaju u obzir i različiti vremenski pomaci, *realizacija investicije* može biti odgođena ili čak otkazana, jer se uslovi za njenu realizaciju često mijenjaju. *Treće*, ekonomski kriteriji, recimo stopa rentabilnosti i trošak kapitala, čiste su *aproksimacije* i, uostalom, one nisu jedina osnova za usvajanje odluke o investiciji. Strategija u širem kontekstu, konkurencija, sposobnost menadžmenta za implementaciju investicionih projekata, organizacioni preduslovi i ostali faktori uzimaju se u obzir pri ocjeni rizika neke investicije nasuprot potencijalne koristi. Dakle, može se zaključiti da ne postoji automatizam i jednostavan pristup pri odlučivanju koje investicione projekte izabrati.

Odluke iz poslovanja. Strategije i odluke u ovom području (središnji dio dijagrama) od ključne važnosti za budućnost preduzeća. Odluke u oblasti poslovanja preduzeća odnose se na efikasnost korišćenja sredstava uloženi na određena tržišta kao i odluka koje se tiču vođenja odgovarajućih politika cijena proizvoda i usluga koje bi trebale biti konkurentne u odnosu na druge. Ta vrsta izbora uključuje i ekonomske kompromise, kad menadžment mora uravnotežiti uticaj konkurentne cijene i drugih faktora na obim prodaje i rentabilnost proizvoda i usluge. U cjelokupnom poslovanju moraju se efikasno kontrolisati i troškovi, kako bi se u konkurentskom okruženju ostvarila uspješnost poslovanja preduzeća.

Uspješnost poslovanja preduzeća uveliko ovisi i o razumijevanju i korištenju poslovnog leveridža, odnosno nivoa i udjela *fixnih troškova (troškova perioda)* u poslovanju u odnosu prema iznosu i vrsti varijabilnih (direktnih) troškova. S tim u vezi, menadžment mora pažljivo upravljati poslovnim imovinom kako bi preduzeće stalno moglo udovoljavati tekućim obavezama (likvidnost) preduzeća. Međusobna isprepletanost svih ovih uticajnih faktora i odluka rezultira odgovarajućim neto dobitkom iz poslovanja za određeni period. Kako se postupa sa imovinom i njome upravlja može se analizirati putem odgovarajućih indikatora imovinskog položaja kojim se mjeri efikasnost upotrebe imovine preduzeća.

Dio odluka o finansiranju odnosi se na problem strukturiranja kapitala, a drugi na problem raspodjele neto dobitka i donošenje odluke o dividendama.

Odluke o finansiranju. U ovom dijelu riječ je o potencijalnim mogućnostima kojima raspolaže menadžment poslovnog sistema u pribavljanju sredstava za investiranje i poslovanje poslovnog sistema na duži rok. Dio odluka o finansiranju odnosi se na problem *strukturiranja kapitala*, a drugi na problem *raspodjele neto dobitka i donošenje odluke o dividendama*.

a) Strategija strukturiranja kapitala. Ovim odlukama prethodi sveobuhvatna analiza finansijskog i prinosa položaja preduzeća. U oblasti analize *finansijskog položaja* analiza se naročito koncentriše na finansijsku *stabilnost i zaduženost*.

Podsjetimo se da se *finansijska stabilnost* ocjenjuje uz pomoć koeficijenta finansijske stabilnosti dobijenog iz odnosa dugoročno vezane imovine (koja obuhvata stalnu imovinu i zalihe) i trajnog (sopstvenog) kapitala uvećanog za dugoročna rezervisanja i dugoročne obaveze. Koeficijent finansijske stabilnosti može da bude manji od jedan, jedan i veći od jedan.

- Ukoliko je koeficijent finansijske stabilnosti manji od jedan, finansijska stabilnost je dobra, a bolja je što je koeficijent bliži nuli. Finansijska stabilnost je dobra jer je u oblasti dugoročnog finansiranja stvorena sigurnost za održavanje likvidnosti, a ona je utoliko veća ukoliko je koeficijent bliži nuli.
- Kada je koeficijent finansijske stabilnosti jedan, finansijska stabilnost je prihvatljiva, jer su u oblasti dugoročnog finansiranja stvoreni uslovi za održavanje likvidnosti.
- Kada je koeficijent finansijske stabilnosti veći od jedan, finansijska stabilnost je neprihvatljiva, i utoliko je viša što je koeficijent viši od jedan. Dakle, finansijska stabilnost je neprihvatljiva jer u oblasti dugoročnog finansiranja nisu stvoreni uslovi za održavanje likvidnosti.

Analiza finansijske stabilnosti daje odgovor na pitanje da li nedostajuće izvore finansiranja treba pribaviti na dug ili kratak rok. Naime, pribavljanje nedostajućih izvora finansiranja mora da obezbijedi da koeficijent finansijske stabilnosti bude jedan ili niži od jedan. Pri utvrđivanju koeficijenta finansijske stabilnosti uzima se postojeća dugoročno vezana imovina uvećana za dugoročno vezanu imovinu do koje će doći realizacijom investicionog programa.

Analiza zaduženosti je, u stvari, utvrđivanje vlasničke strukture pasive, pri čemu se iz pasive isključuju njene tranzitorne pozicije (dugoročna rezervisanja i pasivna vremenska razgraničenja) i neraspoređeni dobitak. Ova struktura pokazuje učešće sopstvenog kapitala i dugova u pasivi bez tranzitornih pozicija i neraspoređenog dobitka. Pri ocjenjivanju prihvatljivosti vlasničke strukture pasive uzima se u obzir učešće stalne imovine u aktivi. Osnovno pravilo je da veće učešće stalne imovine u aktivi zahtijeva veće učešće sopstvenog kapitala u pasivi (zahtijeva manju zaduženost), i obrnuto, manje učešće stalne imovine u aktivi dozvoljava manje učešće sopstvenog kapitala u pasivi (dozvoljava veću zaduženost).

Na osnovu analize zaduženosti dolazi se do saznanja da li nedostajuće izvore finansiranja treba pribaviti u vidu sopstvenog kapitala (emisija i prodaja nove serije akcije) ili u vidu novog zaduženja (uzimanje novog zajma), što odluka o finansiranju mora da uvaži.

U oblasti analize *prinosnog položaja* u fokusu su:

- analiza rizika ostvarenja finansijskog rezultata,
- analiza tačke indiferentnog finansiranja.

U okviru analize rizika ostvarenja finansijskog rezultata utvrđuje se faktor poslovnog, finansijskog i ukupnog rizika, zatim stopa elastičnosti ostvarenja poslovnog dobitka te stopa elastičnosti ostvarenja bruto dobitka, prema sledećem postupku:

R.b.	Opis	Iznos u KM
1	2	3
1	Poslovni prihodi (prihodi od prodaje)	285.000
2	Varijabilni rashodi	122.000
3	Marža pokrića (1-2)	163.000
4	Poslovni fiksni i pretežno fiksni rashodi	62.000
5	Neto rashodi finansiranja	1.100
6	Poslovni dobitak (3-4)	101.000
7	Dobitak redovne aktivnosti (6-5)	99.900
8	Racio poslovnog rizika (3/6)	1,61
9	Racio finansijskog rizika (6/7)	1,01
10	Racio ukupnog rizika (8x9) ili (3/7)	1,63
11	Racio marže pokrića (3/1)	0,572
12	Potreban poslovni prihod za ostvarenje neutralnog poslovnog rezultata (4/11)	108.392
13	Potreban poslovni prihod za ostvarenje neutralnog rezultata redovne aktivnosti (4+5)/11	110.315
14	Procijenat iskorišćenja poslovnog prihoda za ostvarenje neutralnog poslovnog rezultata (12/1x100)	38,00
15	Stopa elastičnosti ostvarenja neutralnog poslovnog rezultata (1-12)/1x100	62,00
16	Procijenat iskorišćenja poslovnog prihoda za ostvarenje neutralnog rezultata redovne aktivnosti (13/1x100)	38,70
17	Stopa elastičnosti ostvarenja neutralnog rezultata redovne aktivnosti (1-13)/1x100	61,30

Faktor *poslovnog rizika* (leveridža) pokazuje koliko se puta brže mijenja poslovni dobitak pri svakoj promjeni marže pokrića. Što je ovaj faktor niži, manji je poslovni rizik, i obrnuto. Stopa elastičnosti ostvarenja neutralnog poslovnog dobitka pokazuje procenat poslovnih prihoda upotrijebljenih za pokriće poslovnih rashoda. Ukoliko je taj procenat niži, veća je elastičnost, i obratno.

Faktor *finansijskog rizika* (leveridža) pokazuje koliko se puta brže mijenja bruto dobitak pri svakoj promjeni poslovnog dobitka. Ako je ovaj faktor niži, manji je finansijski rizik, i obrnuto.

Faktor *ukupnog rizika* (leveridža) pokazuje koliko se puta brže mijenja bruto dobitak pri svakoj promeni marže pokrića. Što je ovaj faktor niži, biće niži ukupan rizik ostvarenja bruto

Faktor poslovnog rizika (leveridža) pokazuje koliko se puta brže mijenja poslovni dobitak pri svakoj promjeni marže pokrića.

Faktor finansijskog rizika (leveridža) pokazuje koliko se puta brže mijenja bruto dobitak pri svakoj promjeni poslovnog dobitka

Faktor ukupnog rizika (leveridža) pokazuje koliko se puta brže mijenja bruto dobitak pri svakoj promeni marže pokrića.

dobitka, i obratno. Ako preduzeće ima visok poslovni rizik, što se po pravilu događa kod preduzeća s visokim ulaganjem u građevinske objekte i opremu, preduzeće teži da smanji finansijski rizik pomjeranjem strukture pasive ka sopstvenom kapitalu. Stopa elastičnosti ostvarenja neutralnog bruto dobitka pokazuje koliko je procenata prihoda od prodaje upotrijebljeno za pokriće poslovnih i neto rashoda finansiranja. Što je ova stopa niža, manji je ukupan rizik za ostvarenje bruto dobitka.

Pri donošenju finansijske odluke teži se da ukupan rizik ostvarenja bruto dobitka, odnosno stopa ostvarenja neutralnog bruto dobitka, bude na prihvatljivom nivou.

Tačka indiferentnosti finansiranja pokazuje najvišu kamatnu stopu koju preduzeće može da prihvati jer ona obezbjeđuje da stopa neto prinosa na sopstveni kapital, računata iz odnosa neto dobitka i sopstvenog kapitala, bude jednaka stopi neto prinosa na ukupan kapital, računatoj iz odnosa zbir neto dobitka uvećanog za rashode kamata i ukupnog kapitala.

Tačka indiferentnosti finansiranja pokazuje najvišu kamatnu stopu koju preduzeće može da prihvati jer ona obezbjeđuje da stopa neto prinosa na sopstveni kapital, računata iz odnosa neto dobitka i sopstvenog kapitala, bude jednaka stopi neto prinosa na ukupan kapital, računatoj iz odnosa zbir neto dobitka uvećanog za rashode kamata i ukupnog kapitala. Ako je kamatna stopa jednaka stopi neto prinosa na ukupan kapital, finansijski rezultat iz finansiranja biće neutralan a stopa neto prinosa jednaka stopi neto prinosa na ukupan kapital, odnosno kamatnoj stopi. Ako je kamatna stopa viša od stope neto prinosa na ukupan kapital, stopa neto prinosa na sopstveni kapital biće niža od stope neto prinosa na ukupan kapital. Najzad, ako je kamatna stopa niža od stope neto prinosa na ukupan kapital, stopa neto prinosa na sopstveni kapital biće viša od stope neto prinosa na ukupan kapital. Riječju, kada je kamatna stopa jednaka stopi neto prinosa na ukupan kapital, dužnik po osnovu pozajmljenog kapitala ostvaruje neutralan dobitak. Zato stopa neto prinosa na ukupan kapital i jeste gornja granica prihvatljive kamatne stope, jer ako je kamatna stopa viša od neto prinosa na ukupan kapital, dužnik po osnovu pozajmljenog kapitala ostvaruje gubitak i manje zarađuje tim kapitalom nego što plaća kamatu kreditoru. Dakako, za dužnika je povoljnije kada je kamatna stopa niža od stope neto prinosa na ukupni kapital jer tada po osnovu pozajmljenog kapitala više zarađuje no što plaća kamatu zajmodavcu.

Pri pozajmljivanju, dakle, gornja granica kamatne stope je stopa neto prinosa na ukupan kapital.

b) Strategija raspodjele neto dobitka i odluka o dividendama. Odlučivanje o visini dividende uslovljeno je visinom neto dobitka i stanjem finansijske stabilnosti preduzeća.

Ukoliko je finansijska stabilnost nezadovoljavajuća (koeficijent joj je viši od jedan), pri određivanju visine dividende pronalazi se način kako finansijsku stabilnost dovesti na prihvatljiv nivo.

Ako je dobitak visok, stvorena je mogućnost da i dividenda bude visoka, ali ovdje visinu dividende determiniše finansijska stabilnost. Ukoliko je finansijska stabilnost nezadovoljavajuća (koeficijent joj je viši od jedan), pri određivanju visine dividende pronalazi se način kako finansijsku stabilnost dovesti na prihvatljiv nivo, što znači da koeficijent finansijske stabilnosti ne smije biti viši od jedan. To se može ostvariti:

- odustajanjem od isplate dividende u gotovu uz isplatu dividende u dividendnim akcijama,
- akumuliranjem neto dobitka za rezerve,
- isplatom dividende u nominalnom iznosu u gotovu uz emisiju nove serije akcija s ciljem da se podstakne kupovina nove serije akcija iznad nominalne vrijednosti akcije, čime će se ostvariti premija, koja takođe povećava kapital.

Ako je finansijska stabilnost izrazito dobra (koeficijent joj je osjetno niži od jedan), a u dohledno vrijeme se ne predviđa investiranje, preduzeću je u interesu da smanji osnovni kapital jer se time smanjuje apsolutni iznos dividende. Preduzeće će isplatiti dividendu u što nižem iznosu s ciljem da se time obori tržišna cijena akcija, a potom će po relativno niskoj cijeni akcija otkupiti dio svojih akcija, a zatim ih i poništiti. Ukoliko tržišna (otkupna) cijena akcije odgovara nominalnoj vrijednosti akcije, poništavanjem otkupljenih akcija smanjuje

se samo osnovni (akcijski) kapital. Ako je otkupna cijena akcija viša od njihove nominalne vrijednosti, pri poništavanju otkupljenih akcija osnovni (akcijski) kapital smanjuje se u visini nominalne vrijednosti otkupljenih akcija, a u visini razlike između tržišne (otkupne) cijene i nominalne vrijednosti akcija smanjuje se rezervni kapital. Da bi rezervni kapital ostao netaknut ili barem smanjen u što manjem iznosu, kapitalni interes preduzeća u slučaju otkupa sopstvenih akcija je da otkupna (tržišna) cijena akcije bude što bliža njihovoj nominalnoj vrijednosti.

U vezi s tim, donošenje odluka o strukturi kapitala podrazumijeva izbor i usklađivanje omjera sredstava iz vlasničkih izvora i sredstava iz dugoročnih obaveza gdje je uticaj finansijskog leveridža ključni faktor pri izboru izvora finansiranja. Upravljačke odluke se u takvim uslovima svode na svjesni izbor između očekivanih ekonomskih učinaka, postojećeg rizika i budućih koristi. S druge strane, raspodjela neto dobitka i odluka o dividendama treba izbalansirati interese vlasnika (akcionara), povjerilaca i potreba preduzeća za rastom i razvojem i akumuliranjem dijela neto dobitka preduzeća. Zbog svog značaja i reperkusija koje ove strateške odluke mogu izazvati njih donosi menadžment na najvišem nivou jer je riječ o veoma bitnim odlukama.

Donošenje odluka o strukturi kapitala podrazumijeva izbor i usklađivanje omjera sredstava iz vlasničkih izvora i sredstava iz dugoročnih obaveza gdje je uticaj finansijskog leveridža ključni faktor pri izboru izvora finansiranja.

3.1.1. Uloga finansija u sprovođenju korporativne strategije

Preduzeća imaju opsežne interese u različitim poslovima, gdje se korporativna strategija javlja kao ključna strateška odrednica za grupisanje različitih poslova pod jedan korporativni krov.⁹⁶ Korporativna strategija koju je formulisao top-menadžment bavi se u osnovi pitanjem: „kako se baviti određenim poslovima i kako organizovati i postaviti efektivno vođstvo?“⁹⁷

Pri tome, se moraju analizirati i sagledati strateške odluke koje menadžment treba donijeti, a koje uključuju:

- iz kojih izvora sredstva mogu biti pribavljena,
- da li planirane investicije treba realizovati,
- koliku dividendu isplatiti,
- kako upravljati finansijskom stabilnošću,
- da li treba usvojiti strategiju eliminisanja rizika (hedžing) da bi se izbjegli (neutralisao) valutni i/ili kamatni rizik.

Pravilno promišljanje o ovim pitanjima može unaprijediti i poboljšati strateško odlučivanje, i to putem izbora neke od alternativnih mogućnosti kao i praćenja efekata prethodnih odluka kako se ne bi propustila mogućnost budućeg stvaranja vrijednosti za akcionare. Nerijetko se menadžeri instinktivno zalažu za nešto što i nije dobro za preduzeće. Recimo, izbor između finansiranja putem zaduženja ili emisije akcija nije nimalo jednostavan, a često se može čuti u žargonu da je „zaduženje jeftinije od dokapitalizacije“ preduzeća čime se preferira zaduženje, a takva odluka u krajnjem može biti znatno skuplja. Pored toga, preduzeća ulažu kapital, u ne baš dobre projekte, ali opravdanje nalaze u tome što su „već prilično uložili u taj projekat“, iako ne doprinosi finansijskoj uspješnosti preduzeća, niti povećanju vrijednosti za akcionare.

Izbor između finansiranja putem zaduženja ili emisije akcija nije nimalo jednostavan,

⁹⁶ S aspekta složenosti poslovnog sistema treba razlikovati tri nivoa strategije: korporativnu, poslovnu i operativnu.

⁹⁷ Radmilo Todosijević: Strategijski menadžment, Ekonomski fakultet, Subotica, 2009. str. 38.

2.3.8. Uticajni faktori na upravljanje dividendnom politikom.

Upravljanje dividendama je zapravo strategija i taktika raspodjele neto dobitka. S tim u vezi, polazi se od ostvarenog neto dobitka, a uzima se u obzir:³⁸

- Stanje finansijske stabilnosti,
- Stanje obavezne rezerve kapitala,
- Iznos dividende na preferencijalne akcije,
- Premija i ekstrapremija menadžerima po osnovu motivacije,
- Namjera korporacije u pogledu otkupa sopstvenih akcija, i
- Namjera korporacije u pogledu emisije nove serije akcija.

Stanje finansijske stabilnosti. Podsjećamo da je finansijska stabilnost:

- Loša, ako je koeficijent finansijske stabilnosti veći od 1,
- Prihvatljiva, ako je koeficijent finansijske stabilnosti 1, i
- Dobra, ako je koeficijent finansijske stabilnosti manji od 1, finansijska stabilnost je utoliko bolja što koeficijent finansijske stabilnosti više teži nuli.

Ukoliko je finansijska stabilnost loša, svi naponi se usmjeravaju da se ona u procesu odlučivanja o raspodjeli neto dobitka poboljša. Nasuprot tome, ako je dobra, pa čak i prihvatljiva, prilikom odlučivanja o raspodjeli neto dobitka nema prioritet, osim u slučaju da se namjerava investirati u stalnu imovinu, što bi, dakako, negativno djelovalo na finansijsku stabilnost.

Stanje obavezne rezerve kapitala. Ako je obavezna rezerva kapitala niža od zakonom propisane, apsolutni prioritet u raspodjeli neto dobitka ima izdvajanje u obaveznu rezervu kapitala. To povećanje rezervnog kapitala, dakako, poboljšava finansijski položaj.

Dividenda na preferencijalne akcije. Ukoliko korporacija ima preferencijalne akcije, ugovorena dividenda na te akcije u raspodjeli neto dobitka ima prioritet, ona je iza obavezne rezerve sljedeći prioritet. Međutim, ako korporacija ima loš finansijski položaj, trebalo bi odložiti isplatu te dividende na preferencijalne akcije da bi se i na taj način pozitivno djelovalo na finansijsku stabilnost.

Premija i ekstrapremija po osnovu motivacije menadžmenta. Kod korporacija koje imaju operacionalizovan motivacioni mehanizam menadžmenta, odvajanje neto dobitka za ostvarenu premiju i ekstrapremiju menadžera po redoslijedu je iza dividende na preferencijalne akcije. Međutim, ako korporacija ima lošu finansijsku stabilnost treba odložiti isplatu premija i ekstrapremije zadržavajući je u okviru neraspoređenog dobitka da bi se i time uticalo na popravljanje finansijske stabilnosti.

Namjera korporacije u pogledu otkupa sopstvenih akcija. Ako korporacija namjerava da otkupi dio sopstvenih akcija, njen je interes da otkupna cijena bude što niža iz dva razloga. Niža otkupna cijena zahtijeva manji izdatak gotovine za otkup a uz to manje utiče na pogoršanje finansijske stabilnosti. Drugo, ako dođe do poništenja otkupljenih akcija njihova niža otkupna cijena obezbjeđuje manju razliku između te cijene i nominalne vrijednosti akcije, što znači da će se pri poništavanju otkupljenih sopstvenih akcija manje upotrijebiti rezervnog kapitala za nadoknadu te razlike. Budući da na cijenu akcije bitno utiče visina isplaćene dividende po akciji, korporacija koja namjerava otkupiti dio svojih akcija određuje nižu dividendu za obične akcije.

³⁸ Jovan Rodić i Milovan Filipović: op., cit., str. 451-454

Namjera korporacije u pogledu emisije nove serije akcija. Ukoliko korporacija u dogledno vrijeme namjerava emitovati novu seriju običnih akcija, u interesu je korporacije da prodajna cijena akcija mladica bude što viša, odnosno da se od te prodaje ostvari veća emisiona premija iz dva razloga. Što je emisiona premija viša nova emisija običnih akcija više pozitivno djeluje na finansijsku stabilnost, a uz to emisiona premija je besplatan izvor finansiranja, na nju se ne plaća dividenda. Da bi se što više ostvarilo emisione premije, uoči emisije akcija mladica korporacija će težiti da maksimizira dividendu na obične akcije i time ne samo povećati cijenu akcija mladica već uticati i na njihovu bržu prodaju. Na isti način ponašaće se i korporacija koja ima otkupljene sopstvene akcije, a namjerava ih ponovo prodati. Na osnovu prethodnog osnovnao je ukazati na sljedeće:

Korporacije čije se akcije kotiraju na berzi efekata, budući da imaju teškoća oko prodaje akcija, težiće da dividendu na obične akcije konvertuje u dividendne akcije i dividendu isplati tim akcijama a ne u gotovini, što će dakako pozitivno djelovati na finansijsku stabilnost. Ako korporacija ima gubitak u bilansu stanja iz prethodnih godina, uprava preduzeća treba da predloži maksimalan raspored neto dobitka u rezervni kapital s ciljem da visina rezervnog kapitala bude dovoljna za otpis gubitka i za istovremeno obezbjeđenje rezervnog kapitala u zakonom utvrđenom iznosu u odnosu na osnovni kapital, čime se izbjegava otpis gubitka na teret osnovnog kapitala.

Ukoliko korporacija namjerava da investira u stalnu imovinu i stalne zalihe, pri odlučivanju o raspodjeli neto dobitka uzima se u obzir:

- Postojeća finansijska stabilnost,
- Visina novih ulaganja u stalnu imovinu i stalne zalihe,
- Kreditni bonitet korporacije i
- Stanje na tržištu kapitala.

Ako je stanje finansijske stabilnosti dobro i ako će to stanje i poslije investiranja ostati dobro (koeficijent finansijske stabilnosti manji od 1) ili barem prihvatljivo (koeficijent finansijske stabilnosti 1) nove investicije korporacija može da finansira sopstvenim kapitalom. Ako nove investicije dovode, pri njihovom finansiranju iz sopstvenog kapitala, da se koeficijent finansijske stabilnosti penje iznad 1, korporacija to ne smije dozvoliti pa mora ići na novo dugoročno zaduženje. S tim u vezi, nužno je cijeliti kreditni bonitet korporacije da bi se došlo do saznanja da li će investitor prihvatiti novo investiranje u korporaciju. Ako je kreditni bonitet prihvatljiv, što znači da bi investitori prihvatili novo ulaganje kapitala u korporaciju, nužno je prikupiti informacije o cijeni kapitala na tržištu kapitala i te cijene kapitala uporediti sa stopom neto prinosa na ukupan kapital. Ako je stopa neto prinosa na ukupan kapital viša od cijene kapitala, dodatno zaduženje je prihvatljivo jer će se iz finansiranja ostvariti pozitivan finansijski rezultat (finansijski leveridž je pozitivan). Ako je stopa neto prinosa na ukupan kapital jednaka cijeni kapitala, finansijski leveridž je neutralan, pa je u takvim okolnostima novo dugoročno zaduženje prihvatljivo samo iz krajnje nužde. Najzad, ako je stopa neto prinosa na ukupan kapital niža od cijene kapitala novo investiranje ne treba finansirati iz novog dugoročnog zaduženja, jer se iz finansiranja ostvaruje negativan finansijski rezultat (finansijski leveridž je negativan).

Upravni odbor predlaže skupštini korporacije raspodjelu neto dobitka i u okviru toga visinu dividende u skladu sa naprijed izloženim. Ako skupština ne prihvati taj prijedlog, obično se ide na kompromisno rješenje da se ostvareni neto dobitak zadrži neraspoređen, što, takođe, poboljšava finansijsku stabilnost.

Kada je utvrđena visina dividende na obične akcije u apsolutnom iznosu, neophodno je utvrditi dividendu po jednoj običnoj akciji. To zahtijeva da se najprije utvrdi broj akcija izvan korporacije u godini za koju se isplaćuje dividenda. Broj akcija izvan preduzeća, ilustrovano hipotetičkim primjerom, utvrđuje se ovako:

VII. DONOŠENJE ODLUKA O DIVIDENDI

Redni broj	Datum	Opis	Broj akcija	Broj dana do kraja godine	Ponderisano
1	2	3	4	5	6
2	1.1.	Postojeće obične akcije	10.000	365	3.650.000
2	31.5.	Otkupljeno postojećih akcija	2.000	212	424.000
3	30.11.	Prodato akcija	4.000	31	124.000
		Svega akcija izvan preduzeća 31.12. (1+3-2)	12.000		3.350.000

Prosječan broj akcija izvan preduzeća je $3.350.000/365=9178,0821$

Pretpostavimo da ukupna dividenda iznosi 110.136. Dividenda po jednoj akciji je:

$$12=(110.136/9178,0812)$$

Kod društva sa ograničenom odgovornošću i društva lica (ortačka i komanditna društva) pri raspodjeli neto dobitka, takođe se polazi od finansijske stabilnosti i stanja obavezne rezerve. Ako nedostaje obavezna rezerva kapitala, iz neto dobitka se prvo odvaja dio za obavezne rezerve. Ukoliko time finansijska stabilnost nije dovedena bar na prihvatljiv nivo, iz ostatka neto dobitka poboljšava se finansijska stabilnost:

- bilo povećanjem udjela u kapitalu vlasnika po osnovu raspodjele neto dobitka,
- bilo zadržavanjem neraspoređenog ostatka neto dobitka.

Ukoliko se predviđa investiranje u stalnu imovinu i stalne zalihe uzima se u obzir da će to negativno djelovati na finansijsku stabilnost, pa raspodjelom ili zadržavanjem neraspoređenog neto dobitka treba spriječiti ili barem ublažiti negativno djestvo investicija na finansijsku stabilnost.

Slika 7.4. Faktori koji utiču na upravljanje odlukama o dividendama

