**UNIVERZITET SINGIDUNUM**

**DEPARTMAN ZA POSLEDIPLOMSKE STUDIJE I MEĐUNARODNU SARADNJU**

**Studijski program: Poslovna ekonomija**

# MASTER RAD

## ULOGA FINANSIJSKE ANALIZE U FUNKCIJI PROCENE HARTIJA OD VREDNOSTI

**Mentor:**

**Prof. dr Goranka Knežević**

**Student:**

**Jovana Radojičić 400570/11**

**Beograd, 2013. godine**

# SADRŽAJ


UVODNA RAZMATRANJA ..... 6
I DEO - UVODNA RAZMATRANJA O FINANSIJSKIM TRŽIŠTIMA ..... 11
1. UVOD U FINANSIJSKA TRŽIŠTA ..... 11
1.1. Pojam i funkcije finansijskog tržišta ..... 11
1.2. Pojam finansijskih instrumenata ..... 12
1.3. Klasifikacija finansijskih tržišta ..... 12
2. FINANSIJSKI INSTRUMENTI TRŽIŠTA NOVCA I TRŽIŠTA KAPITALA ..... 13
2.1. Finansijski instrumenti tržišta novca ..... 14
2.1.1. Trezorski zapisi ..... 14
2.1.2. REPO transakcije ..... 15
2.1.3. Federalni fondovi ..... 15
2.1.4. Bankarski akcepti ..... 16
2.1.5. Komercijalni zapisi ..... 16
2.1.6. Certifikati o depozitu ..... 16
2.2. Finansijski instrumenti tržišta kapitala ..... 17
2.2.1. Obveznice ..... 17
2.2.2. Akcije ..... 21
2.3. Finansijski derivati ..... 23
2.3.1. Opcije ..... 24
2.3.2.Fjučersi ..... 26
2.3.3.Varanti ..... 27
2.2.4. Svopovi ..... 27
2.3.5.Forvardi ..... 28
3. FINANSIJSKE INSTITUCIJE I FINANSIJSKI POSREDNICI ..... 28
3.1. Komisija za hartije od vrednosti ..... 29
3.1.1. Ovlašćenja i odgovornosti Komisije ..... 30
3.2. Centralni registar ..... 32

3.3. Berza ..... 33
3.3.1. Istorijski osvrt ..... 33
3.3.2. Pojam i razvoj berzi ..... 34
3.3.3. Poslovanje na Beogradskoj berzi ..... 35
3.3.4. Indikatori proseka i berzanski indeksi ..... 38
3.4. Kastodi banka ..... 39
II DEO- UVODNA RAZMATRANJA O ANALIZI FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA ..... 41
1.POJAM, PREDMET I CILJEVI ANALIZE FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA ..... 41
2. KORISNICI FINANSIJSKE ANALIZE ..... 42
2.1. Računovodstvene informacije u funkciji smanjenja informacione asimetrije ..... 42
3. INSTRUMENTI ANALIZE FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA ..... 43
3.1.Horizontalna analiza ..... 44
3.2.Vertikalna analiza ..... 44
3.3. Analiza pomoću finansijskih pokazatelja (Racio Analysis) ..... 45
3.3.1. Pokazatelji likvidnosti ..... 45
3.3.2. Pokazatelji poslovne aktivnosti ..... 47
3.3.3. Pokazatelji finansijske strukture ..... 48
3.3.4. Pokazatelji rentabilnosti ( uspešnosti ) ..... 49
3.3.5.Pokazatelji tržišne vrednosti ..... 51
3.4. Cash flow analiza ..... 52
3.4.1. Analiza izveštaja o novčanim tokovima ..... 53
3.5.Analiza pomoću neto obrtnog fonda ..... 54
3.6. Analiza leverage-a ..... 54
III DEO- UPRAVLJANJE RIZICIMA ULAGANJA U HARTIJE OD VREDNOSTI ..... 56
1. UVODNA RAZMATRANJA O POJMU RIZIKA ..... 56
1.1.Pojam i upravljanje rizikom ..... 56
1.2. Vrste rizika ..... 57
1.3. Identifikacija rizika ..... 58
2. KVANTIFIKACIJA RIZIKA ..... 58
2.1.Standardna devijacija i koeficijent varijacije kao mere rizika ..... 58
2.2.VaR metoda kvantifikacije rizika ..... 59

3. BAZIČNI RIZICI ULAGANJA U HARTIJE OD VREDNOSTI ..... 60
3.1.Konjukturni rizik ..... 60
3.2. Rizik promene deviznog kursa ..... 60
3.3. Rizik zemlje i rizik suvereniteta ..... 61
3.4. Inflatorni rizik ..... 62
3.5. Rizik likvidnosti ..... 63
3.6. Rizik aktivnosti velikih investitora ..... 63
3.7. Operativni rizik ..... 63
3.8. Ostali bazični rizici ..... 63
4. SPECIFIČNI RIZICI ULAGANJA U AKCIJE ..... 64
4.1.Rizik neisplaćivanja dividendi ..... 64
4.2.Rizik stečaja ..... 65
4.3.Rizik računovodstvenih prevara ..... 66
4.4.Rizik računovodstvene regulative ..... 67
4.5.Ostali rizici ulaganja u akcije ..... 69
4.5.1.Rizik pogrešne prognoze kursa ..... 69
4.5.2.Rizik selekcije ..... 69
4.5.3.Rizik pravog tajminga ..... 69
5. SPECIFIČNI RIZICI ULAGANJA U OBVEZNICE ..... 70
5.1.Kreditni rizik (Rizik emitenta) ..... 70
5.2.Rizik promene kamatnih stopa ..... 71
5.3.Rizik reinvestiranja ..... 71
5.4.Ostali rizici pri ulaganju u obveznice ..... 71
5.4.1.Rizik opoziva ..... 71
5.4.2.Rizik događaja ..... 72
6. MEĐUZAVISNOST PRINOSA I RIZIKA NA ULAGANJE U HARTIJE OD VREDNOSTI ..... 72
6.1.CAPM model ..... 73
6.1.1.Beta koeficijent ..... 74
6.1.2.Bazična formula CAPM-a ..... 75
6.1.3. Tržišna linija hartija od vrednosti ..... 75

6.1.4.Osnovne pretpostavke CAPM modela ..... 76
6.2.Arbitražni model procenjivanja ..... 77
7.STVARANJE VREDNOSTI ZA AKCIONARE ..... 78
7.1.Dodata tržišna vrednost ..... 79
7.2.Dodata ekonomska vrednost ..... 80
7.3.Prednosti i nedostaci dodate ekonomske vrednosti ..... 81
IV DEO- STUDIJA SLUČAJA ANALIZE FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA NA PRIMERU KOMPANIJE IMLEK AD BEOGRAD ..... 83
1.PROFIL KOMPANIJE ..... 83
2.POLOŽAJ U GRANI ..... 84
3.VLASNIČKA STRUKTURA ..... 85
4. ANALIZA FUNDAMENTALNIH POKAZATELJA ..... 86
ZAKLJUČAK ..... 89
LITERATURA ..... 91

# UVODNA RAZMATRANJA

Promene koje su se odigrale u poslednjih dvadesetak godina na finansijskim tržištima nisu mogle da ostave ravnodušnim kako njihove učesnike, tako ni akademsku javnost. Iako su smenjivanja perioda rasta i euforija sa periodima kraha tržišta hartija od vrednosti kroz istoriju bila zabeležena, počevši od John Law-a u 17. veku, pa sve do Velike depresije početkom 20. veka i kasnije, nikada do sada posledice se nisu širile tolikom brzinom i nisu bile toliko sveobuhvatne i razarajuće. Poslednja ekonomska kriza potpuno je promenila poimanja finansijskih tržišta i nametnula potrebu za nekim novim promišljanjima. Ostaje i dalje činjenica da su finansijska tržišta krvotok svetske ekonomije, kao i da predstavljaju najznačajniji faktor ukupnog ekonomskog i privrednog sistema u zemljama sa razvijenom privrednom.

Finansijska tržišta predstavljaju mehanizam putem kojeg se usmeravaju sredstva onih privrednih subjekata koji poseduju viškove, ka privrednim subjektima koji imaju manjak tih sredstava i kojima ona nedostaju za obavljanje određenih poslovnih aktivnosti. Svako tržište, kako globalno tako i segmentirano izražava odnose dva ključna ekonomska agregata: ponude i tražnje, u ovom slučaju za finansijskim sredstvima. Iz ovoga sledi da je savremena tržišna ekonomija nezamisliva bez tržišta hartija od vrednosti.

U modernom društvu, koje karakterišu informacione tehnologije i globalizacija, prva asocijacija na pojam finansijskog tržišta je najčešće berza. Berze igraju vitalnu ulogu na finansijskim tržištima i potpuno su integrisane u dnevne tokove života. Poznato je da svaki značajniji događaj u svetu ostavlja trag na kretanjima na berzi, odnosno na berzanskim indeksima koji su postali svojevrstan barometar kretanja svetske ekonomije i politike.

Međutim, pojam finansijskih tržišta je znatno širi od pojma berzi, o kojima će biti reči u daljem izlaganju. Razvojem finansijskih tržišta širila se i lepeza finansijskih instrumenata, a u novije vreme ekspanziju su doživeli i finansijski derivati.

Trebalo bi istaći da su finansijska tržišta osnovni element finansijskog sistema. Ona su određena finansijskim instrumentima, kao predmetom finansijskih transakcija i finansijskim institucijama, kao glavnim učesnicima tj. posrednicima na finansijskom tržištu. Samim tim, upoznavanje sa finansijskim instrumentima i finansijskim institucijama je bilo od velike važnosti za dobijanje realne slike o razvijenom finansijskom tržištu. U zemljama kao što je Srbija, pojava globalne ekonomske krize je iz korena promenila stav ljudi prema finansijskom tržištu, kao i njegovim instrumentima: akcijama, derivatima i slično.

Promene koje su se odigrale na finansijskim tržištima ostavile su posledice do danas. Dolar, kao rezervna svetska valuta, neminovno će gubiti primat u odnosno na evro i druge valute. Investicione banke, do skora najmoćnije svetske finansijske institucije i oličenje finansijske moći, pretpele su udare od kojih se dugo neće oporaviti. Događaj kada je jedna od najstarijih investicionih banaka bankrotirala uzima se kao početak svetske ekonomske krize. Hipotekarno tržište bilo je pokretač i glavni okidač za nastanak iste. Berze i tržište akcija doživeli su udarac od kojih će se dugo oporavljati, a bankarski sektor će morati da se dokapitalizuje i nadoknadi

pretrpljene gubitke. Sva ova dešavanja, nakon pucanja balona nekretnina i kraha tržišta, uslovila su potrebu da se sagledaju uzroci i posledice kroz prizmu rizičnosti ulaganja u hartije od vrednosti, pre svega akcije i obveznice.
Da bi investitor mogao da donese ispravnu i racionalnu odluku o tome koje akcije i u kom trenutku da kupi, a po kupovini, da li da ih proda, zadrži ili kupi još, neophodno je da ima relevantne informacije o privredi zemlje i tržištu, industrijskoj grani u kojoj kompanija posluje i poslovanju same kompanije, kao i proceni budućih kretanja akcija kompanije.
Analiza finansijskih izveštaja je prevashodno zasnovana na izveštajima o poslovanju kompanije i podrazumeva analizu poslovanja kompanije da bi se utvrdilo njeno ekonomsko stanje. Ona ima važnu ulogu u proceni hartija od vrednosti, jer se bavi proučavanjem svih faktora koji mogu imati uticaj na poslovanje kompanije tj. na cenu akcije: pored internih faktora, odnosno podataka o konkretnoj kompaniji, profitu, unutrašnjoj vrednosti akcije, tokova novca, bilansnih pokazatelja, analiziraju se i eksterni makroekonomski faktori koji su vezani za celokupnu privredu jedne zemlje i uslove u industrijskoj grani kojoj kompanija pripada.
Finansijskom analizom se, na osnovu podataka sadržanih u finansijskim izveštajima, obezbeđuju informacije neophodne za donošenje poslovnih odluka. Osnovni cilj analize finansijskih izveštaja preduzeća može se definisati kao ocenjivanje prošlih ostvarenja preduzeća i predviđanje njegovih budućih ostvarenja u funkciji informativne podrške aktivnosti donošenja odluka koje su, obično, u krajnjoj liniji finansijske odluke.
Navedena analiza, procena budućih rezultata kompanije na osnovu finansijskih izveštaja i rezultati modela za određivanje vrednosti akcija, neophodna je kako menadžmentu, za formulisanje i preispitivanje ciljeva i strategije preduzeća, tako i potencijalnom investitoru ili postojećem akcionaru da proceni da li kompanija posluje i da li će poslovati tako da može da donese korist kako ne bi isključivo na osnovu finansijskih pokazatelja doneli neadekvatne odluke.

***Predmet istraživanja*** u ovom radu se odnosi na ulogu finansijske analize u funkciji procene hartija od vrednosti. U istraživanju će se ukazati na značaj finansijskih tržišta, koja se smatraju krvotokom svetske ekonomije, kao i na pojave i oscilacije koja se na njemu ispoljavaju, preko upravljanja rizicima ulaganja u hartije od vrednosti. Veoma važnu ulogu u procenjivanju hartija od vrednosti upravo ima analiza finansijskih izveštaja, jer se bavi proučavanjem svih faktora koji mogu imati uticaj na poslovanje kompanije odnosno cenu akcije.

***Značaj istraživanja*** i odluka obrade ovog predmeta istraživanja proizilazi iz same prakse finansijskog izveštavanja i značaja analize finansijskih izveštaja u postupku procene hartija od vrednosti jer: na osnovu analize, njenih tehnika, instrumenata i pravilnom interpretacijom pokazatelja, korisnik- analitičar, akcionar, potencijalni investitor nastoji da dobije neophodne podatke, da sagleda finansijski položaj kompanije i na osnovu datih informacija da pokuša da predvidi sudbinu kretanja cene akcije.
Aktuelnost istraživanja ogleda se u tome da u savremenim uslovima poslovanja, obeleženim brzim promenama i rastom rizika analiza postaje sve potrebnija i sve značajnija.

***Naučni cilj*** istraživanja ovog prvog projektnog rada sastoji od naučne deskripcije elemenata, analize i razumevanja finansijskog tržišta, sa jedne strane, dok sa druge strane objašnjava značaj analize finansijskih izveštaja i njenu ulogu u proceni hartija od vrednosti. Sve ovo predstavlja logičnu celinu koja je sastavljena od više delova koji su međusobno povezani, ali i zavisni jedni od drugih.

***Poseban cilj*** jeste prikazivanje osnovnih elemenata postupka analize finansijskih izveštaja u cilju realnije slike položaja i vrednosti hartije.

***Društveni cilj*** istraživanja predstavlja analizu finansijski izveštaja tj. onih njenih pokazatelja koji su najznačajniji u proceni hartija od vrednosti preko studije slučaja Imlek ad kompanije koji bi trebalo da nađe praktičnu primenu, pruži informacije i bolje shvatanje teorijskog dela rada potencijalnim čitaocima.

***Generalna hipoteza*** ovog rada je: Suština pravnog, političkog, ekonomskog sistema determiniše ulogu finansijske analize u funkcije procene hartija od vrednosti.

Generalna hipoteza se dalje operacionalizuje na sledeće posebne hipoteze:

- Stabilnost, rast i razvoj ekonomije i društva u celini nije moguć bez dobro organizovanog i razvijenog tržišta kapitala koje podrazumeva postojanje dobre regulative, određenih instrumenata, institucija, a na prvom mestu postojanja berzi

- Na osnovu adekvatnog izbora i interpretacije finansijskih pokazatelja postiže se efektivno identifikovanje i procena poslovanja kompanije, odnosno mogućnost da se donese što preciznija slika o preduzeću i vrednostima njegovih papira

- Proces procene hartija od vrednosti metodom analize finansijskih izveštaja zasniva se na primeni odgovarajuće Zakonske regulative, kao i profesionalne regulative (Međunarodni računovodstveni standardi (MRS)/ Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja (MSFI))

Interdisciplinarnost predmeta istraživanja, ciljeva istraživanja i hipotetički okvir istraživanja opredelili su se da se kroz process istraživanja primenjuju osnovne *analitičke* i *statističke* metode.

Od opštenaučnih metoda u radu je najviše zastupljenena *hipotetičko – deduktivna metoda*, koja po svojoj prirodi, nema svoje posebne metode i instrumente, već je zasnovana na već postojećem pojedinačnom ili grupnom, društvenom, organizacionom i naučnom iskustvu, kao i primena *statističke metode* u poslednjem poglavlju rada-studiji slučaja, a koja je doprinela da se napravi presek relevantnih podataka koji su bitni za istraživački deo.

U prikupljanju podataka korišćen je metod posmatranja, različite studije slučajeva, tehnika posmatranja dokumenata, kao i metod analize sadržaja dokumenata. Izdvojila bih *neposredno*

*posmatranje* kao tehniku *posmatranja* koju sam primenila tokom pisanja rada. *Studija slučaja* kojom sam se služila u radu, odnosila se na poglavlje koje se odnosi na statističku analizu kompanije Imlek ad Beograd, gde su obuhvaćeni i obrađeni svi relevantni podaci vezani za finansijsku analizu prilikom procene hartija od vrednosti. Korišćene su: tehnika posmatranja dokumenata i metod analize sadržaja dokumenata (različiti dokumenti, godišnji izveštaji kompanije i analize kompanije Imlek).

U skladu sa navedenim proistekla je i sledeća struktura rada. Rad je struktuiran u četiri dela, tj. četiri poglavlja, od kojih svaki deo ima određeni broj podnaslova koji predstavljaju logičan prelaz sa celine na celinu i prikazuju istraživanu materiju.

***Prvo poglavlje*** ima za cilj da na detaljan način upozna sa pojmom i načinom funkcionisanja finansijskih tržišta, preko finansijskih instrumenata tržišta novca i tržišta kapitala. Pored ovih instrumenata, posebno su obrađeni finansijski derivati koji su takođe, zajedno sa finansijskim institucijama od velike važnosti za dobijanje realne slike o razvijenom finansijskom tržištu. Na samom kraju ovog poglavlja definisani su finansijske institucije i finansijski posrednici, kao što su: Komisija za hartije od vrednosti, Centralni registar, Kastodi banka i berza. Poseban akcenat je stavljen na pojam, razvoj i poslovanje Beogradske berze.

***Drugo poglavlje*** pruža uvodna razmatranja o analizi finansijskih izveštaja. Definiše osnovne pojmove analize, predmet i ciljeve, preko korisnika analize, pa sve do njenih instrumenata. U ovom delu radu akcenat je stavljen upravo na instrumente analize finansijskih izveštaja, jer za uspešno sprovođenje finansijske analize su neophodni određeni instrumenti, odnosno tehnike analize. Segment kojem se dalo najviše prostora, u drugom delu, je svakako analiza finansijskih pokazatelja tj. racio analiza. Teorija i poslovna praksa razvile su čitav niz finansijskih pokazatelja za ocenjivanje finansijskog položaja i zarađivačke sposobnosti preduzeća. Međutim, ako se veliki broj pokazatelja koristi za izračunavanje ne znači da će dati kvalitetniju spoznaju poslovanja preduzeća. Stoga se često ističe da se umetnost analize finansijskih izveštaja prvobitno sastoji u izboru i interpretaciji specifičnih pokazatelja u zavisnosti od cilja analize. Ovaj deo rada nas uvodi u suštinu i opravdanost analize finansijskih izveštaja.

***Treće poglavlje*** je usmereno na upravljanje rizicima ulaganja u hartije od vrednosti. Identifikacija rizika predstavlja prvi korak u procesu upravljanja rizikom. Ona može biti veoma jednostavna, a sa druge strane i veoma složena. Potrebno je ustanoviti o koliko rizika je reč, jednom ili više, kao i koliko su oni ispripletani. Ovaj deo rada se sastoji iz iz tri međusobno povezana dela: upoznavanjem sa pojmom rizika, kao i njenogovim vrstama, zatim, međuzavisnoti prinosa i rizika na ulaganje u hartije od vrednosti i modelima procenjivanja prinosa na akcije: CAPM i Arbitražnim, kao i o metodama obračuna stvaranja vrednosti za akcionare.

***Četvrto poglavlje*** predstavlja najznačajniji deo rada i završnu etapu preko praktičnog primera, koji ujedno predstavlja i cilj ovog rada i nosi naziv ’’Studija slučaja analize finansijskih izveštaja na primeru kompanije Imlek ad Beograd’’. Poznato je da je sveobuhvatna analiza nužna za celovitije razumevanje iskazanog finansijskog položaja i zarađivačke sposobnosti. Teorijski deo rada je ovde objašnjen preko određenih metoda, demonstrirana je analiza finansijskih izveštaja i njena uloga u proceni hartija od vrednosti. U ovoj studiji slučaja polazi se od profila konkretne kompanije, preko njenog položaja u grani i vlasničke strukture, do analize racio pokazatelja.

Međutim, u ovom segmentu je akcenat stavljen isključivo na pokazatelje koji su najvažniji prilikom procena hartija od vrednosti. Za potrebe analize su korišćeni svi javno dostupni podaci, od bilansa do izveštaja samih kompanija, informacija koje su dospele u javnost putem štampanih medija ili interneta. Izabran je prerađivački sektor, a u okviru njega prehrambena industrija, kao veoma perspektivna grana.

***Cilj rada***

Ovaj master rad ima za cilj da predstavi metodologiju procesa analize finansijskih izveštaja u funkciji procene hartija od vrednosti i njenu primenu u praksi, jer se u Srbiji malo govori o hartijama od vrednosti i značaju berze kao finansijske institucije za razvoj jedne zemlje. Iznenađujuće je da iako je država dala pre izvesnog vremena šansu građanima da učestvuju u imovini državnih preduzeća, nije podstaklo ljude da se zaiteresuju kako i na koji način se na berzi trguje i po kojima principima ona funkcioniše. Iz tog razloga ovaj rad predstavlja samo skroman pokušaj da informiše o samim mehanizmima delovanja berzanskog poslovanja i ulozi finansijske analize prilikom procene hartija od vrednosti.

Na kraju rada data su zaključna razmišljanja.

# I DEO - UVODNA RAZMATRANJA O FINANSIJSKIM TRŽIŠTIMA

# 1. UVOD U FINANSIJSKA TRŽIŠTA

## 1.1. Pojam i funkcije finansijskog tržišta

Finansijska tržišta predstavljaju mehanizam putem kojeg se usmeravaju sredstva onih privrednih subjekata koji poseduju viškove, ka privrednim subjektima koji imaju manjak tih sredstava i kojima ona nedostaju za obavljanje određenih poslovnih aktivnosti. Svako tržište, kako globalno tako i segmentirano izražava odnose dva ključna ekonomska agregata: ponude i tražnje, u ovom slučaju za finansijskim sredstvima.
Kao što je vec prethodno ukazano finansijsko tržište predstavlja ‘’medijum’’ putem koga korporacije pribavljaju dodatna sredstva za svoje investicione projekte, ali i mogućnost za investitore da aktivno upošljavaju svoja slobodna sredstva, kako u borbi za njihovo realno očuvanje protiv inflacije, tako i u nastojanju da kroz visoke stope oplodnje obezbede i njihovo realno uvećanje. Razvijenost finansijskog tržišta, njegova stabilnost, dinamika i dubina merodavni su pokazatelji razvijenosti nacionalne privrede i njene uključenosti u savremene svetske ekonomske tokove.[1]
**Finansijsko tržište** se može posmatrati u širem i užem smislu. U ***širem smislu*** obuhvata finansijsku aktivu-imovinu i samo tržište na kojem se trguje ovom aktivom.

Osnovne funkcije finansijskog tržišta su:

- Mehanizam za određivanje cene
- Obezbeđivanje likvidnosti imovine
- Efikasniji promet uz manje troškove
- Realokacija sredstava

Razlikujemo i finansijsko tržište u ***užem smislu*** čija je definicija vezana za pojam tržišta hartija od vrednosti (Security Markets), a čije su osnovne funkcije:

- Prikupljanje kapitala (država i korporacije)
- Efikasna alokacija kapitala

[1]Šoškić D, *Hartije od vrednosti: upravljanje portfoliom i investicioni fondovi*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd, 2008. god., str.8.

- Mogućnost investiranja za sve
- Omogućava informacije i evaluaciju različitih investicionih opcija
- Generiše zaposlenost i prihode

## 1.2. Pojam finansijskih instrumenata

Kako se razvijalo finansijsko tržište, tako se i širila lepeza finansijskih instrumenata, a u novije vreme ekspanziju su doživeli i finansijski derivati.
Trebalo bi istaći da su finansijska tržišta osnovni element finansijskog sistema. Ona su određena finansijskim instrumentima, kao predmetom finansijskih transakcija i finansijskim institucijama, kao glavnim učesnicima tj. posrednicima na finansijskom tržištu. Samim tim, upoznavanje sa finansijskim instrumentima i finansijskim institucijama je od velike važnosti za dobijanje realne slike o razvijenom finansijskom tržištu.
Najpoznatiji vlasnički instrumenti su akcije, a najpoznatiji dužnički instrumenti su obveznice koji će se u daljem izlaganju posebno razmatrati. Takođe, kao najpoznatije kratkoročne dužničke hartije od vrednosti mogu se uzeti blagajnički zapisi koje izdaje vlada SAD (treasury bills ili T-bills) čija je dospelost od 90 do 360 dana. Ovi zapisi se mogu smatrati ekvivalentom keša, jer su likvidni u svakom trenutku i vode se u formi zapisa u knjigama (book entry form). Pored njih, instrumenti novčanog tržišta su i komercijalni zapisi (commercial paper), bankarski akcepti (bankers acceptances) i drugi instrumenti.

## 1.3. Klasifikacija finansijskih tržišta

Finansijska tržišta se mogu klasifikovati prema:

- Prema tipu instrumenata: tržište dužničkih instrumenata (Debt market) i tržište vlasničkih instrumenata (Stock market)
- Prema roku dospeća: novčano tržište (Money market) i tržište kapitala (Capital market)
- U zavisnosti od toga da li se radi o novoj emisiji ili trgovanju već emitovanim akcijama: primarno i sekundarno (Primary and Secondary market)
- Devizno tržište (Foreign Market, FX Market- Foreign Exchange Market)
- Tržište derivata ili izvedenih finansijskih instrumenata

Finansijska tržišta se prema roku dospeća finansijskih instrumenata koji su predmet trgovine, mogu podeliti na tržište novca i tržište kapitala. Ovo je najzastupljenija podela, gde tržište kapitala čine finansijski dužnički instrumenti koji imaju rok dospeća preko jedne godine i

vlasničke hartije, akcije, koje podrazumeva se i nemaju dospeće, dok novčanom tržištu pripadaju one finansijske transakcije čiji instrumenti imaju ročnost do jedne godine.
Najznačajniji deo tržišta kapitala (Capital market) čini tržište akcija (Stock market), odnosno tržište na kojem se prometu akcije, vlasničke hartije vezane za akcionarski kapital izražen u akcijama, a potom i tržište obveznica. Finansiranje na tržištu kapitala posebno je karakteristično za anglosaksonsko tržište, odnosno za SAD i Veliku Britaniju, a u manjom meri za ostala područja.[2]
Druga najznačajnija podela finasijskih tržišta je na primarno i sekundarno finansijsko tržište. Primarno finansijsko tržište je ono na kojem preduzeće prvi put emituje hartije od vrednosti tj. koje obihvata promet finansijskih instrumenata između originalnog emitenta i prvog investitora (Primary Market). Tržište na kojem se trguje već emitovanim akcijama kompanija, gde se one kupuju i prodaju, naziva se sekundarnim. Sekundarno finansijsko tržište obuhvata sve kasnije kupoprodaje već emitovanog finansijskog instrumenta (Secondary Market).

# 2. FINANSIJSKI INSTRUMENTI TRŽIŠTA NOVCA I TRŽIŠTA KAPITALA

Finansijsko tržište, može se reći, predstavlja organizovani sistem za promet finansijskih instrumenata. Finansijske transakcije, s druge strane, mogu se definisati kao transakcije posredstvom kojih dolazi do prometa finansijskih instrumenata.[3]
Hartije od vrednosti, u osnovi, predstavljaju dokumente koji dokazuju neki dug ili vlasništvo tj. daju prava na određena potraživanja. Potraživanja iz hartija od vrednosti mogu biti na prihod i/ ili na određeni kapital.[4]
Hartije od vrednosti predstavljaju osnovnu i najznačajniju vrstu finansijskih instrumenata. Međutim, danas se sve više gubi razlika između hartija od vrednosti (*Securities*) i finansijskih instrumenata (*Financial instruments*)[5]. Razloge tome treba tražiti:

- Da su i drugi finansijski instrumenti uspostavili viši stepen likvidnosti
- U procesu dematerijalizacije tj. u činjenici da hartije od vrednosti danas po pravilu i nemaju formu hartije već elektronskog zapisa
- U procesu sekjuritizacije tj. mogućnosti emitovanja likvidnih finansijskih instrumenata na bazi grupe drugih manje likvidnih, nestandardnih ili raznorodnih formi finansijskih instrumenata

[2]Jeremić Z, *Finansijska tržišta*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009. god., str. 29
[3]Šoškić D, *Hartije od vrednosti: upravljanje portfoliom i investicioni fondovi*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd, 2008. god., str.9.
[4]Vasiljević M, Vasiljević B, Malinić D, *Finansijska tržišta*, Komisija za hartije od vrednosti, Beograd, 2008. god., str. 17.
[5]Do te mere da su ova dva pojma postali sinonimi u SAD.

- Stoga, za potrebe izučavanja materije finansijskih tržišta i finansijskih institucija i mi uslovno možemo staviti znak jednakosti između ova dva pojma.[6]

Pri daljem objašnjavanju pojava na finansijskom tržištu, akcenat će biti stavljen upravo na tržište hartija od vrednosti i to na vrste hartija od vrednosti koje se mogu sresti na razvijenim finansijskim tržištima.

## 2.1. Finansijski instrumenti tržišta novca

Hartije od vrednosti tržišta novca su dugovne hartije sa rokom dospeća do jedne godine. [7] One su, za razliku od hartija od vrednosti tržišta kapitala, znatno likvidnije sa relativno niskim rizikom koji proističe kako iz iz kvaliteta emitenata tako i iz kratkog roka dospeća.
Ove hartije, po pravilu, služe za kratkoročno investiranje trenutno raspoloživih sredstava. Njihovom kupovinom investitori uglavnom samo održavaju realnu vrednost svog kapitala. Najčešće se prodaju kao diskontne hartije od vrednosti kod kojih je kamata sadržana u nominalnoj vrednosti koja se isplaćuje o roku dospeća.[8]U daljem radu biće više reči o: trezorskim zapisima, repo transakcijama, federalnim fondovima, bankarskim akceptima, komercijalnim zapisima i certifikatima o depozitu.

### 2.1.1. Trezorski zapisi

Države, kao emitenti, imaju najveći fiskalni kapacitet i najveću sigurnost za izvršavanje obaveza proisteklih iz emisije hartija od vrednosti. Iz ovog sledi da u strukturi tržišta hartija od vrednosti uglavnom dominiraju državne hartije od vrednosti, kao i hartije od vrednosti koje emituju centralne banke, koje imaju slična svojstva, dok im je uloga različita. Najpoznatije državne hartije od vrednosti su *trezorski zapisi*.
Trezorski zapisi ili kratkoročne državne obveznice (Treasury bills, T-bills) emituju se uglavnom zbog kratkoročnog finansiranja privremenih budžetskih deficita, ali mogu imati i druge važne uloge na finansijskom tržištu. Državne zapise emituje država ili njeni organi, Ova vrsta hartija od vrednosti se može javiti u toku jedne godine iz čega proizilazi zaključak da je ovo tržište razvijenije kod zemalja koji imaju budžetski deficit i koriste hartije kako bi upravljali državnim dugom. Imajući u vidu sigurnost s obzirom da se na strani emitenta nalazi državna blagajna, za investitore su vrlo atraktivan finansijski instrument. Različit je rok dospeća ovih hartija (u SAD-u) 13, 26 ili 52 nedelje, dok se njihova emisija vrši na mesečnoj bazi. U primarnoj emisiji se

[6] Šoškić D, Živković B, *Finansijska tržišta i institucije*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd, 2007. god., str. 35-36.
[7] U SAD komercijalni zapisi (Commercial papers) imaju rok dospeća do 270 dana s obzirom da duži rok dospeća zahteva komplikovaniju i skuplju registarcionu proceduru
[8] Šoškić D, Živković B, *Finansijska tržišta i institucije*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd, 2007. god., str. 36.

prodaju na bazi aukcije gde se ponude šalju pismenim putem. U tim procesima veliku ulogu imaju prima dileri, koji najčešće predstavljaju banke.

### 2.1.2. REPO transakcije

REPO transakcije ili sporazumi o reotkupu (*Repurchase agreement-REPO*) predstavljaju transakciju u kojoj jedna strana prodaje hartije od vrednosti drugoj strani uz istovremeni sporazum da ih otkupi nazad u određenom roku i po unapred definisanoj ceni. REPO predstavlja vrstu kredita koji je osiguran hartijama od vrednosti dužnika. Za poverioca, primljene hartije od vrednosti su garancija vraćanja sredstava tj. ukoliko dužnik ne vrati, poverioc ih može zadržati. REPO postoje u različitim rokovima:

- Preko noći- gde se rok smatra 1 dan (overnight)
- Vremenski- gde je rok duži od jednog dana, a kreće se najčešće od oko 15 dana do par meseci (maksimalno 6)
- Otvoreni, gde vremenski rok nije precizno definisan, već je ostavljena mogućnost ugovornim stranama da se dogovore.

REPO može biti veoma unosan finansijski instrument tržišta novca pošto omogućava solidnu zaradu u kratkom roku, uz relativno nizak nivo rizika.[9]

### 2.1.3. Federalni fondovi

Federalni fondovi (*Federal funds*)[10] predstavljaju rezerve poslovnih banaka na računu centralne banke (Federal Reserve System) koji se mogu kupiti ili prodati između banaka. Banke sa viškom rezervi pozajmljuju federalne fondove bankama sa manjkom rezervi u cilju njihovog ispunjenja nivoa obaveznih rezervi koje postavlja centralna banka. Rok zajma je najčešće samo za ‘’preko noći’’, ali može biti i do sedam dana.[11] Pozajmljuje se po određenoj kamatnoj stopi, tzv. funds rate, koja predstavlja vrstu jednodnevne kamatne stope korišćenja sredstava federalnih fondova. Visina stope varira u zavisnosti od tržišnih uslova i predstavlja svojevrstan barometar uslova kreditiranja između banaka. Ukoliko je ova stopa visoka, to nam ukazuje da su bankama više potrebni krediti i obrnuto.

[9] Jeremić Z, *Finansijska tržišta*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009. god., str. 30.
[10] Medjubankarske pozajmice viškova žiralnog novca, dok se termin Federal funds koristi u SAD-u
[11] Šoškić D, Živković B, *Finansijska tržišta i institucije*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd, 2007. god., str. 37.

### 2.1.4. Bankarski akcepti

Menica akceptirana od strane banke- bankarski akcept (*Bankars acceptances*) predstavlja hartiju od vrednosti koja ima više ekonomskih funkcija: sredstvo bezgotovinskog plaćanja, kratkoročnog kreditiranja i obezbeđenja. Njeno korišćenje je povezano sa objavljivanjem privrednih aktivnosti, posebno u spoljnoj trgovini. Da bi postala instrument novca običnu menicu mora da overi banka (prihvatanje obaveze da će iznos na menici biti plaćen njenom imaocu). Rok dospeća se kreće od 30 do 270 dana, sa tim da je najčešće rok 90 dana. Vlasnik ovog instrumenta- remitent ima vise mogućnosti: da čeka rok dospeća i naplati puni iznos ili da je proda pre roka uz odgovarajući diskont.[12]

### 2.1.5. Komercijalni zapisi

Komercijalni zapisi (Commercial papers) su kratkoročne dugovne hartije od vrednosti koje uglavnom emituju kompanije koje imaju solidan bonitet, a radi prikupljanja novčanih sredstava za finansiranje svog poslovanja. Glavni investitori su investicioni fondovi. One se najčešće prodaju uz diskont, tj. po ceni manjoj od nominalne vrednosti, ali se emituju i kao kamatni instrument, sa isplatama do dospeća. Rokovi dospeća ovih papira mogu biti različiti do 365 dana.
Komercijalni zapisi spadaju u hartije od vrednosti koje nisu garantovane zalogom, ali njih može garantovati kreditni rejting emitenta ili poslovna banka.

### 2.1.6. Certifikati o depozitu

Certifikati o depozitu (*Negotiable certificates of deposit* ili *Retail certiifcates of deposit- CDs*) su bankarski depoziti sa fiksnim datumom dospeća i predstavljaju obavezu banke koja ih je emitovala. Oni se mogu transferisati trećim licima, čime se uglavnom bave specializovani dileri.[13]
U ulozi emitenta certifikata najčešće se pojavljuju banke ili druge depozitne institucije. Uslov za njihove kreiranje je da ne postoje deponovana sredstva sa određenom fiksnom kamatom. Visina kamate i nominalna vrednost su takođe različite.[14] U SAD-u su certifikati čija je nominalna vrednost veća od $100.000 nazivaju se ‘’jumbo’’. Kod ovih hartija investitori su obično nefinansijski privredni subjekti.

[12]Jeremić Z, *Finansijska tržišta*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009. god., str. 32.
[13]Ibid.
[14]Ibid.

## 2.2. Finansijski instrumenti tržišta kapitala

Najznačajniji deo tržišta kapitala (Capital market) čini tržište akcija (Stock market), odnosno tržište na kojem se promeću akcije, vlasničke hartije vezane za akcionarski kapital izražen u akcijama.
Finansijsko tržište se najbolje može opisati na primerima najrazvijenijih tržišta, kakva su tržišta SAD i Evropske unije. Cilj je da se na primerima ovih zemalja uoče i objasne pojave vezane za nastanak i razvoj finansijskog tržišta, posebno onog njegovog segmenta koji je u našoj zemlji tek u nastajanju, a to je svakako tržište dugoročnih hartija od vrednosti.
Tržište kapitala spaja kompanije kojima nedostaju dugoročna sredstva za razvoj poslovne aktivnosti, sa investitorima koji imaju sredstva za investiranje, odnosno višak novčanih sredstava koji su uštedeli i koji bi želeli da plasiraju uz zaradu. Za preduzeća je novac važan da bi mogla da se razvijaju i ostvaruju projekte koji će ojačati njihov položaj na tržištu i ukupne reference, a time i veći profit. Da bi to postigla preduzeća treba da imaju kapital da obezbede: osnovna sredstva, odnosno zarade, mašine i ostalu opremu, da plate radnu snagu i da finansiraju istraživanje i razvoj. Da bi obezbedile potreban dodatni kapital preduzeća u manje razvijenim privredama, gde ne funkcioniše na zadovoljavajući način tržište kapitala, uglavnom te potrebe finansiraju bankarskim kreditima.
Finansiranje se odigrava tako što se privatna ili državna kompanija pretvara u kompaniju otvorenu prema javnosti i vrši se emisija i plasman njenih hartija od vrednosti kojima se može slobodno trgovati. Ovaj proces poznat je kao ''going public'' ili *izlazak u javnost*. Na taj način kompanija faktički prodaje deo vlasništva svog biznisa svakom pojedinačnom investitoru, odnosno kupcu akcija i tako zadovoljava finansijske potrebe prikupljanjem kapitala (equity financing). Za razliku od javne, otvorene kompanije, privatna, zatvorena kompanija prikuplja kapital samo od svojih članova ne izlazeći u javnost, te prema tome i ne podleže svim obavezama koje prikupljanje kapitala na tržištu podrazumeva.
Proces privatizacije koji se kod nas sada sprovodi predstavlja neki oblik izlaska u javnost, odnosno transformacije društvenih i državnih preduzeća u otvorena akcionarska društva – korporacije.
Dva najznačajnija finansijska instrumenta (hartije od vrednosti) tržišta kapitala su obveznice i akcije.[15]

### 2.2.1. Obveznice

Obveznica je finansijski instrument kojim se njen izdavalac (emitent, dužnik) obavezuje da u roku dospeća plati kupcu (investitoru) pozajmljeni iznos glavnice (Principal Value, Face Value, Par Value) sa kamatom, koja se plaća naplatom kupona. Obveznica ima rok dospeća duži od

[15]Jeremić Z., *Finansijska tržišta*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009. god., str.33.

jedne godine i zbog toga po klasifikaciji finansijskih instrumenata pripada tržištu kapitala (tržište novca čine finansijski instrumenti sa rokom dospeća do godinu dana).
Obveznica je likvidni instrument finansiranja, tj. postoji sloboda prenosa kojim se omogućava kupcu povraćaj uloženog novca u slučaju potrebe prema ceni koju dobije na tržištu. Emitenti obveznica mogu biti: korporacije, federalna vlada ili vlade država ili lokalne vlade koje u slučaju nedostatka sredstava za finansiranje svojih potreba izdaju obveznice.

Osnovna podela obveznica prema emintentima je na:

- državne koje izdaje centralna vlast ili drugi nivoi vlasti (municipalne, agencijske)
- korporativne obveznice [16]

Karakteristike obveznica:

- rok dospeća (visina kamatne stope delimično zavisi od roka, jer su dugoročne obveznice rizičnije od kratkoročnih zbog neizvesnosti opstanka emitenta do momenta dospeća obveznice)
- njen kreditni rizik (verovatnoća da zajmoprimac neće uspeti da isplati deo kamate ili glavnicu)

Razlike između obveznica i akcija su:

- Vlasnici, odnosno zakoniti imaoci obveznica su kreditori preduzeća emitenta, a ne njegovi vlasnici. Obveznica je faktički supstitut kredita.
- Obveznice kao hartije od vrednosti dospevaju posle određenog vremena i tada ih emitent mora otkupiti od njihovog imaoca po njihovoj nominalnoj vrednosti. Akcije pak, nemaju rok dospeća i mogu ostati neisplaćene sve dok postoji preduzeće emitent, ali vlasnik može da ih proda po njihovoj tržišnoj ceni u onom trenutku za koji se on sam odluči i tako da dođe do potrebne gotovine.
- Kamata, kao prihod od obveznica, predstavlja ugovorenu obavezu emitenta. Dividenda pak, kao prihod od akcija ne predstavlja pravnu obavezu emitenta, sve dok je upravni odbor akcionarskog društva zvanično ne objavi.
- Bitna katakteristika kamate je i ta što je ona unapred ugovorena, dok iznos dividende koji će biti isplaćen zavisi od ostvarenog poslovnog uspeha. To znači da ona može biti i znatno viša od kamate, ukoliko akcionarsko društvo uspešno posluje, ali i znatno niža u slučaju lošeg poslovanja akcionarskog društva- emitenta.
- Pravo upravljanja i kontrole akcionarskih društava predstavlja jedno od osnovnih pravila vlasnika akcije, dok to pravo ne postoji kod kupaca obveznica.

[16] Jeremić Z., *Finansijska tržišta*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009. god., str.34.

- Ukoliko dođe do likvidacije ili bankrotstva akcionarskog društva tada vlasnici obveznica imaju prioritet u odnosu na vlasnike akcija u naplati svojih potraživanja iz likvidacione odnosno stečajne mase.[17]

#### *2.2.1.1. Državne obveznice*

Državne obveznice su obveznice koje emituje vlada, odnosno ministarstvo finansija ili neki drugi državni organ ili institucija koja ima odobrenje za emitovanja obveznica. Njihova namena je prvenstveno finansiranje budžetskog deficita tj. pokriće državnih dugova. Ove hartije se smatraju najsigurnijim u odnosu na ostale obveznice (dok se korporativne u odnosu na municipalne smatraju najrizičnijim). Zbog manjeg rizika imaju i niže kamatne stope, jer se smatra da su države sigurnije od korporacija u pogledu kreditnog rizika tj. da nije moguće da država bankrotira. Sve to zavisi i od kreditnog rejtinga emitenta. Iz ovoga proizilazi sledeće, države koje imaju manji rejting imaju višu kamatnu stopu, dok npr. obveznice Vlade SAD imaju najnižu kamatnu stopu.

#### *2.2.1.2. Korporativne obveznice*

Korporativne obveznice (Corporate bonds) izdaju preduzeća i predstavljaju likvidne ugovore sa obavezom isplate ugovorene kamate i glavnice, o roku dospeća, svakome ko ih poseduje. Rokovi dospeća se kreću do 5 godina za kratkoročne, 5-10 za srednjoročne i do 20 i više godina za dugoročne korporativne obveznice. Obveznice mogu biti:

- osigurane (hipotekom ili zalogom- mortgage *bonds ili collateral bonds*) i neosigurane (*debenture bonds*)
- sa kuponima (*coupon bonds*) ili bez njih (*zero coupon bonds*)
- sa učešćem (*participating bonds*) ili bez učešća u profitu preduzeća[18]

Značaj roka dospeća najbolje se uočava kod kompanija koje proširuju svoju delatnost pokušavajući da emisijom obveznica prikupe potrebna sredstva, a kao kompenzaciju za problematičan rejting nude prilično visoke kamatne stope. Prihod ovakve emisije može biti značajan, ali ukoliko razvojni poslovi u koje je uložen kapital ne donesu planirani prihod, kompanije bankrotiraju, a kupci se naplaćuju iz stečajne mase. Moguće je da obveznice koje su kraćeg roka donesu značajan prinos, dok se u dugom roku kada kompanija prestane da bude

[17] www.sec.gov.rs
[18] Šoškić D, *Hartije od vrednosti: upravljanje portfoliom i investicioni fondovi*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd, 2008. god., str. 12.

likvidna obustavljaju isplate kamata i kasnije nastupa bankrotstvo. Naziv za ovakav tip visokorizičnih obveznica su ‘‘džank’’obveznice.[19]
Velike pouzdane korporacije, sa odličnim rejtingom (blue chip kompanije), imaju mogućnost da izdaju obveznice na veoma duge rokove. Pošto je poslovanje ovih kompanija izuzetno sigurno, godišnji prinos obveznica je tek nešto viši od kamate koja bi se mogla dobiti na osigurane depozite u bankama, što odražava i odnos rizika kapitala.[20]

#### *2.2.1.3. Konvertibilne obveznice*

U nastojanju da se pronađu što pogodniji instrumenti za finansiranje korporacija, došlo je do modaliteta konvertibilnih korporativnih obveznica. One kombinuju elemente vlasničkih i dužničkih papira. Kupac ovih obveznica ima pravo da ih konvertuje i iz dužničkog instrumenta pređe u vlasnički, odnosno iz obveznice u akcije, shodno unapred utvđenoj formuli pri emitovanju obveznice, koji se reguliše unapred, pri emitovanju obveznice. Budući da mogućnost konvertovanja predstavlja privilegiju i dodatnu povoljnost za investitora, naročito u slučaju bankrotstva ili nemogućnosti plaćanja kamate u određenom periodu, takve obveznice po pravilu nose niže kamatne stope.[21]

#### *2.2.1.4. Municipalne obveznice*

Municipalne obveznice su dužničke hartije od vrednosti emitovane od strane države ili lokalnih vlasti, odnosno gradova, opština i drugih lokalnih zajednica. Pomoću njih lokalne vlasti prikupljaju neophodna sredstva za realizaciju određenih projekata ili za premošćavanje likvidnosti u određenom periodu, odnosno za pokrivanje tekućeg budžetskog deficita. Izdvajanjem novca vrši se pozajmljivanje novca od kupaca municipalnih obveznica uz obećanje povraćaja glavnice i pripadajuće kamate u određenom vremenskom periodu. Kamata se najčešće isplaćuje polugodišnje, dok glavnica može da bude isplaćena i po dospeću i periodično. Osim atraktivne kamate koju ostvaruje, investitor je u najvećem broju slučajeva oslobođen plaćanja poreza. Municipalne obveznice se na razvijenim finansijskim tržištima kotiraju na sekundarnom tržištu tako da ih investitori mogu pretvoriti u novac i pre rokova dospeća, čime se obezbeđuje njihova likvidnost. [22]

[19]Jeremić Z., *Finansijska tržišta*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009. god., str.36.
[20]Ibid, str. 37.
[21]Ibid, str. 40.
[22]Izvor:www.investinginbonds.com

Iako sa zakašnjenjem u odnosu na region, domaće tržište kapitala je dobilo municipalne obveznice, što je od velikog značaja, jer su neosporne prednosti razvoja ovog segmenta tržišta. Međutim, neophodno je da se nastavi sa ovom pozitivnom inicijativom njihovog emitovanja, kako bi se unapredila zakonska regulativa, uspostavila pravila igre i stvorio efikasan tržišni mehanizam. Ako se u tome uspe, stimulisaće se trgovina ovim instrumentima na berzi, obezbediće se povoljniji uslovi za finansiranje, a putem toga i kapitalni investicioni projekti.

### 2.2.2. Akcije

Akcije (shares, stocks) su imovinske (vlasničke) hartije od vrednosti odnosno imovinski finansijski instrumenti kojima se povećava neto imovina akcionarskog društva. Izdvajanjem akcija ne povećava se zaduženost preduzeća, jer njihovi vlasnici kupovinom deonica (akcija) stiču trajni ulog u imovini akcionarskog društva (preduzeća). Akcionari kompanije, a to su ponekad hiljade ljudi i institucija, suvlasnici su u kompaniji, odnosno poseduju jedan njen deo. Oni kupuju akcije očekujući da će ostvariti dobit ako kompanija bude uspešno poslovala. Kompanija može da emituje dve osnovne vrste akcija: obične i prioritetne. [23]

#### *2.2.2.1. Obične akcije*

Obične akcije su vlasničke hartije od vrednosti koje prvo prodaje kompanija, a posle njima trguju investitori. Kada investitori kupe akcije, oni očekuju da im kompanija isplati dividendu, koja predstavlja deo ostvarene dobiti kompanije. Pored toga, vlasnici običnih akcija očekuju da će njihova cena skočiti, pa će, samim tim, i sredstva koja su uložili u kupovinu tih akcija više vredeti. Iako niko ne može da vam garantuje da ćete kupovinom običnih akcija ostvariti dobit, u praksi se pokazalo da investiranje u ove akcije vremenom donosi veći prihod od nekih drugih vrsta ulaganja. Kada kupuju akcije, investitori se izlažu dvostrukom riziku: da kompanija loše posluje i da cene akcija počnu da padaju. U najgorem slučaju može im se desiti da izgube sredstva koja su uložili u kupovinu akcija, ali ništa više.
Akcionari ne odgovaraju za dugove koje napravi kompanija i u tim dugovima učestvuju samo do visine sredstava koja su investirali u kompaniju. Kada kompanija odluči da proda svoje akcije, deo kontrole nad kompanijom prelazi u ruke akcionara koji su kupili akcije, a njih interesuje samo dobit koju će ostvariti kompanija i iznos dividende koji treba da im bude isplaćen. U zamenu za deo kontrole nad kompanijom koja se prenosi na akcionare, kompanija od njih dobija sredstva koja su joj potrebna za dalji razvoj i unapređenje poslovanja.[24]

[23] Barać S., Stakić B., *Osnovi ekonomije*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2007, str. 251-252.
[24] Moris M.K, Siegel M.A, prof. dr Dabić S, *U obliku novca- vodič kroz hartije od vrednosti*, IQ media, Beograd, 1995, str. 34.

#### *2.2.2.2. Prioritetne akcije*

I prioritetne akcije su vlasničke hartije od vrednosti koje emituje kompanija i kojima trguju investitori. Od običnih akcija razlikuje se po tome što je rizik kome se izlažu investitori koji ih kupuju manji od rizika po osnovu kupovine običnih akcija, ali je zato limitiran prihod koji se na osnovu njih ostvaruje. Njihovim vlasnicima isplata dividende zagarantovana je i ona im se isplaćuje pre nego što se dividenda isplati vlasnicima običnih akcija.[25]

#### *2.2.2.3. Konvertibilne prioritetne akcije*

Konveritbilne prioritetne akcije (convertible preffered stock) daju mogućnost pretvaranja u obične akcije. Ove vrsta akcija je posebno interesantna za investitore koji žele da sačekaju vreme kada kompanija uđe u fazu bržeg rasta, da bi onda izvšili konverziju i uživali prednosti kapitalnog dobitka kao najvažnijeg izvora visoke zarade na tržištu. Do tog momenta investitor ima prednosti redovne isplate dividendi. Cena ovih akcija, međutim, zavisi u velikoj meri od kretanja cene običnih akcija u koje mogu biti konvertovane.

#### *2.2.2.4.Blue Chip Shares*

Blue Chip Shares su akcije najkvalitetnijih velikih kompanija, dobro poznatih javnosti, koje u dužem periodu redovno plaćaju dividende, nose mali rizik, ali zato i mali prinos. Najpoznatije tržište za blue chip je Njujorška berza (NYSE) na kojoj se listiraju najpoznatije svetske kompanije koje imaju veoma dug istorijat uspešnog poslovanja.

#### *2.2.2.5. Growth Shares*

Growth Shares (akcije kompanije koje imaju brz rasta na tržištu) ili akcije rastućih kompanija su uglavnom akcije onih firmi koje imaju visok potencijal za brz rast, obično ne plaćaju dividendu, već je ulažu u dalji razvoj, a glavni motiv investitora je kapitalna dobit. Ovim akcijama trguje se na tržištima specijalizovanim za takozvane brzorastuće kompanije – gazele, novu industriju, informacione tehnologije i internet. To su prevashodno tržišta za mala i srednja preduzeća. Najpoznatije tržište za ove kompanije je NASDAQ.[26]

[25]Moris M.K, Siegel M.A, prof. dr Dabić S, *U obliku novca- vodič kroz hartije od vrednosti*, IQ media, Beograd, 1995, str. 35.
[26]Jeremić Z., *Finansijska tržišta*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009. god., str.46.

#### *2.2.2.6. Income shares i Penny Shares*

Income shares su akcije zrelih kompanija koje su završile fazu brzog rasta, stabilno posluju i redovno isplaćuju dividende, dok su penny shares akcije novijih firmi koje se emituju niskim cenom, nose visok rizik, ali i veliku mogućnost zarade. Ovim akcijama se obično ne trguje na glavnim berzama i tržištima, već na tzv. OTC (Over The Counter) tržištima, zbog nedostatka istorije takvih kompanija, velikog rizika i nisko postavljenih kriterijuma na ulazak na tržište.

#### *2.2.2.7. Pravo glasa*

Kupovinom akcija kompanije stiče se pravo glasanja, odnosno odlučivanje u donošenju najznačajnijih odluka koje se tiču poslovne politike kompanije, kao što su odluke o dodatnim emisijama, prodaji kompanije kupcima koji nisu članovi kompanije ili o izmeni članova Upravnog odbora. Uopšteno govoreći, što se više akcija poseduje, to glas više vredi.
Obične akcije, dakle nose puno pravo glasa i upravljanja kompanijom i lako su utržive. Za razliku od običnih akcija, prioritetne akcije ne daju pravo glasa na upravljanje, ali zato njihovi vlasnici imaju prioritet u isplati dividendi, kao i u slučaju bankrotstva firme u odnosu na vlasnike običnih akcija, ali posle ostalih kreditora, kao što su vlasnici obveznica i drugi poverioci.
Ne nose sve akcije isto pravo glasa. Svaka deonica nosi po jedan glas. Neke kompanije, posebno one čiji su osnivači ujedno i akcionari kompanije, emituju različite klase akcija koje nose različita prava glasa. Kada na osnovu vrste akcija koju poseduje mala grupa ljudi dobije dodatne glasove, ona može da stekne kontrolu nad kompanijom iako se u njenom posedu nalazi manje od 51% od ukupnog broja akcija kompanije.[27]

## 2.3. Finansijski derivati

Finansijski institucije su se tokom 1970-tih godina našle u rizičnom okruženju, koje je tokom 1980-tih i 1990-tih postajalo sve rizičnije. Kamatne stope su se učestalije menjale, dok su tržišta akcija i obveznica povremeno bila veoma nestabilna. Zbog toga su menadžeri finansijskih institucija počeli da vode više računa o smanjenju rizika s kojim su se te institucije suočavale.[28]
Zainteresovanost za smanjenje rizika dovela je do pojava finansijskih inovacija tj. pojava novih finansijskih instrumenata, koji finansijskim institucijama i njihovim menadžerima pomažu da bolje upravljaju rizicima. Ti instrumenti se nazivaju finansijskim derivatima.
Derivati su najmlađi finansijski instrumenti na finansijkim tržištima. Početak značajnijeg obima trgovanja derivatima datira od 1973. godine kada je osnovan Chicago Board Options Exchange

[27]Moris M.K, Siegel M.A, prof. dr Dabić S, *U obliku novca- vodič kroz hartije od vrednosti*, IQ media, Beograd, 1995, str. 36.
[28]Dželetović M, *Finansijska tržišta*, Beograd, 2007. god., str. 120.

(CBOE). Tada se trgovalo samo opcijama na akcije, a danas i na berzanske indexe, obveznice, robe i valute.[29]

Finansijski derivati predstavljaju izvedene hartije od vrednosti (derivative securities, derivatives) kojima se prevashodno trguje na razvijenim tržištima. Nazivaju se izvedenim hartijama od vrednosti pošto se kreiraju na osnovu neke druge aktive i u njih se ubrajaju: terminski i likvidni terminski ugovori (forvardi i fjučersi), opcije i svopovi. Vrednost derivata zavisi od cene predmeta ugovora, čiji su vrsta, količina, kvalitet i druga svojstva standardizovani.

Osnovna uloga kreiranja derivata je zaštita od rizika, odnosno smanjenje i eliminisanje štetnih posledica nekog od finansijskog rizika. Suština finansijskog hedžinga je da se kombinuju transakcije sa finansijskim instrumentima koje različito reaguju na promene kamatne stope (hedžing kamatne stope) ili deviznog kursa (valutni hedžing), kao i drugih vrsta rizika. Finansijski instrumenti koji se najviše koriste za zaštitu od valutnog i kamatnog rizika su svop, opcije, fjučersi i forvardi, a njihova uloga je veoma značajna i kod samog deviznog poslovanja. Takođe, o rizicima će biti više reči u daljem izlaganju.

### 2.3.1. Opcije

Opcijski ugovori ili opcije su izvedeni finansijski instrumenti koji vlasniku (kupcu) daju pravo, ali ne i obavezu da kupi ili proda određenu aktivu (robu) po unapred ugovorenoj ceni i u određenom vremenskom periodu. Oni su visoko standardizovani i zato se njima može trgovati. Imaju vek trajanja od 3 dana od datuma zaključenja do maksimalno 18 meseci. Odluku o izvršenju opcije donosi korisnik opcije rukovodeći se procenom rizika i prinosa koji se može ostvariti kao i cenom opcije (premija).

Predmet ugovora koji je sadržan u opciji može biti:

- roba- poljoprivredni proizvodi kao što je pšenica, nafta, drvo, razni metali...
- valute
- akcije
- obveznice
- blagajnički zapisi
- fjučers ugovori
- berzanski indeksi...[30]

Opcije predstavljaju jednu od najuspešnijih finansijskih inovacija, jer opcije nose mnogo veći prinos na ulaganje, ali su one rizičnije jer imaju veći stepen leveridža, odnosno veće učešće pozajmljenih sredstava. One imaju uvek špekulativnu vrednost i kod njih se gubi ono što je

[29] Jeremić Z, *Finansijska tržišta*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009. god., str.61.

[30] Dželetović M, *Finansijska tržišta*, Beograd, 2007. god., str. 126.

uloženo. Opcijski ugovor može da zaključi samo pravno lice, kao profesionalna organizacija, i to preko berzanskih posrednika. Oni nose visoke rizike i za kupca i za prodavca, kao i za sve učesnike u poslovanju na određenim tržištima. Upravo je iz tih razloga prodavac dužan da kod zaključenja ugovora dostavi berzi garanciju za izvršenje svojih ugovornih obaveza, a kupac je obavezan da plati premiju prodavcu kao naknadu za mogućnost kupovine ili prodaje tržišnog materijala.[31]

Kotacije opcija se objavljuju u novinama i informacije se odnose na trgovinu koja je ostvarena prethodnog dana. Kotirana cena je cena opcije za kupovinu ili prodaju jedne akcije.[32]

Za razliku od fjučersa, kod opcije ne postoji obaveza izvršenja ugovora za obe ugovorene strane, (zbog čega je i sam naziv). Kupac opcije plaća prodavcu, (options price/premium) koja predstavlja nadoknadu za preuzeti rizik promene cene aktive u osnovi opcije. Cena po kojoj se finansijska aktiva iz osnove opcije može kupiti ili prodati naziva se izvršna ili strajk cena (exercise/strike price), a datum posle koga opcija prestaje da važi zove se datum isteka ili datum dospeća (expiration/maturity date).[33]

Opcije su atraktivne za mnoge trgovce zato što nije potrebno mnogo para za njihovu kupovinu, mada se po njima plaćaju značajne provizije i ostali troškovi.

#### *2.3.1.1.Put opcija*

- Daje vlasniku pravo, ali ne i obavezu, da proda određeni finansijski instrument na koji opcija glasi po unapred definisanoj ceni tokom utvrđenog vremenskog perioda.
- Investitori kupovinom put opcije žele da se osiguraju od iznenadnog tržišnog rizika pada cene akcija. Prodavci opcije veruju da cene neće pasti i žele da zarade premiju. Špekulanti pak kupuju put opciju da bi zaradili, jer predviđaju pad tržišta.

#### *2.3.1.2. Kol opcija*

- Call options je suprotna put options
- Ako prodavac (writer) call opcije ne poseduje akcije već mora da ih kupi po dospeću, to se naziva naked call. On je izložen visokom riziku zbog mogućeg rasta cene akcije koji faktički nije ograničen. Covered call je kada prodavac poseduje akcije.[34]

[31] Dželetović M, *Finansijska tržišta*, Beograd, 2007. god., str. 127.
[32] Ibid., str. 126.
[33] Jeremić Z, *Finansijska tržišta*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009. god., str.62.
[34] Ibid.

### 2.3.2.Fjučersi

Finansijski fjučersi (financial futures) su kreirani prvi put 1972. godine. Fjučers (futures) je terminski ugovor o kupoprodaji određene aktive, po kome će se isporuka i plaćanje izvršiti u budućnosti. To su visoko standardizovani ugovori sa kojima se regularno trguje na berzi. Kupac i prodavac zaključuju posebne ugovore sa klirinškom kućom (clearing house) kojoj se mora uplatiti propisana inicijalna marža (initial margin), a često i marža za održavanje (maintenanace mergin), s tim da kliriška kuća garantuje za isporuku i plaćanje po fjučersima. Kod fjučersa najčešće ne dolazi do stvarne isporuke aktive, već se samo isplaćuje razlika u ceni tj. vrši se prebijanje salda. [35]
U finansijske fjučerse (financial futures) spadaju:

- Fjučersi na hov (državne hov, obveznice firmi, akcije)
- Valutni fjučersi (currency futures) gde se kao osnova aktiva pojavljuju vodeće svetske valute, valutni fjučersi koriste se kao zaštita od fluktacija deviznih kurseva. Kod deviznih fjučersa razlika između fjučers cene (kursa) i spot cene (kursa) se naziva baza (basis) koja se često iskazuje u procentu od spot cene (sa premijom ili diskontom).
- Fjučersi na tržišne indekse (stock index futures), od kojih je najpoznatiji S&P 500, i
- Kamatni fjučersi (interest rate futures) se koriste za zaštitu od porasta troškova finansiranja.
- Kod robnih fjučersa (commodity futures) se kao osnova aktiva pojavljuju robe (poljoprivredni proizvodi, metali, nafta) u standardizovanim količinama.[36]

Postoje dve različite vrste igrača na tržištu fjučersa:

- **Hedžeri** su igrači koje interesuje roba. To mogu da budu proizvođači, kao što su farmeri, rudari, prerađivači drveta ili bušači nafte, ili korisnici, kao što su pekari, proizvođači hartije, juveliri ili distributeri nafte. Po pravilu, proizvođači prodaju ugovore o fjučersima, a korisnici ih kupuju.

- **Špekulanti**, međutim, trguju fjučersima isključivo zbog zarade. Jer ako trgujete fjučersima, a pritom nikada ne koristite robu koja je predmet ugovora, bavite se špekulacijama. U zavisnosti od toga šta očekuju da će se događati na tržištu nekom robom, špekulanti ili kupuju ili prodaju ugovore o fjučersima.[37]

[35]Jeremić Z, *Finansijska tržišta*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009. god., str. 66.
[36]Ibid.
[37]Moris, M.K. Siegel, A.M. Dabić, S, *U obliku novca*, IQ media& HAT, Beograd, 1995. god., str.132-133.

### 2.3.3.Varanti

Varant je pravo koje ima kupac varanta u odnosu na izdavaoca varanta da:

- Zahteva od izdavaoca varanta da mu proda buduće emisije akcija po unapred utvrđenoj ceni (varant sa upisom), ili
- Zahteva od izdavaoca isplatu na utvrđeni datum razlike između tržišne cene predmeta varanta – osnovnog predmeta i izvršne cene varanta (call varant)
- Cena varanta naziva se izvršna cena varanta.[38]

Izdavalac varanta dužan je da dostavi zahtev za trgovanje. Na sadržinu zahteva za trgovanje i dokumentaciju koja se podnosi uz zahtev, shodno se primenjuju odredbe ovih Pravila i Pravilnika o listingu i kotaciji koje regulišu prijem, odnosno uključenje hartija od vrednosti na tržišta Berze.

### 2.2.4. Svopovi

Svop (swap) je engleska reč koja označava „zamenu“ i njome se uglavnom obuhvataju razni aranžmani zamene jedne aktive za drugu aktivu. Svrha svopova jeste smanjenje troškova, eliminisanje rizika deviznog kursa i rizika kamatne stope, kao i upravljanje aktivom i pasivom kroz zamenu, a ne trajnu prodaju ili kupovinu finansijske aktive ili otplatu neke obaveze.

Osnovni vidovi svopova su :

- kamatni svopovi (interest rate swaps)
- valutni svopovi (currency swaps)
- robni svopovi (commodity swaps) i
- akcijski/indeksni svopovi (equity/index swaps)[39]

Svopovi kamatne stope ili kamatni svopovi su finansijski aranžmani u kojima ugovorene strane zamenjuju kamatne tokove, s tim da se glavnice ne zamenjuju, već samo figuriraju u ugovoru kao osnova za izračunavanje kamate.

Osnovni tipovi kamatnih svopova su:

- vanila ili kupon svopovi (vanila/coupon swaps).
- bazični ili indeksni svopovi (basic/index swaps).
- kamatni svopovi u istoj valuti (single currency swaps)
- unakrsni svopovi (cross-currency interest rate swaps) [40]

[38] Moris, M.K. Siegel, A.M. Dabić, S, *U obliku novca*, IQ media& HAT, Beograd, 1995. god., str.132-133.
[39]Jeremić Z,*Finansijska tržišta*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009. god., str.68.

### 2.3.5.Forvardi

Prvi pravi terminski poslovi na berzama se registruju sredinom XIX-og veka na Londonskoj berzi metala. Tu se kreiraju prvi pravi terminski ugovori - forvardi (forward) na različite robe, uglavnom metale - bakar, aluminijum i druge.[41]

Forvard (forward) je prosta izvedena hov, odnosno ugovor o kupoprodaji određene aktive po unapred definisanoj ceni, gde će se isporuka aktive i konačno plaćanje izvršiti određenog dana u budućnosti. Ovi ugovori uglavnom nisu standardizovani (ne mogu biti predmet berzanske trgovine, već se njima trguje na vanberzanskim sastancima), tj. uslovi realizacije transakcije se individualno ugovaraju između kupca i prodavca, bez posrednika (ili kliriške kuće), što ih razlikuje od fjučersa. U ovom odnosu obe strane su izložene kreditnom riziku, zato što svaka strana može da neizvrši preuzetu obavezu.[42]

Forvardi se u velikoj meri vezuju za valutne transakcije gde se na bazi njih preuzima obaveza da se kupi ili proda jedna određena strana valuta za drugu po utvrđenom kursu, s tim da će se ova transakcija realizovati određenog dana u budućnosti ili u određenom budućem vremenskom periodu.

Premija forvard predstavlja razliku između spot i forvard vrednosti valute. Ugovori o valutnom (deviznom) forvardu nisu transferabilni instrumenti i poravnanje između ugovorenih strana se realizuje kroz faktički transfer valute.[43]

Kamatni forvard (forward rate agreements-FRA) predstavlja aranžman u okviru koga dve ugovorene strane pozajmljuju određeni iznos po ugovorenoj kamatnoj stopi.

Ugovorom se dve ugovorene strane obavezuju da plate ili prime iznos ekvivalentan razlici između dogovorene kamatne stope (FRA rate) i tržišne kamatne stope za kredite ili depozite sa određenim rokom na određeni budući datum. Kod ovih transakcija glavnica se ne transformiše, već se na određeni dan poravnanja kalkuliše razlika između kamatne stope garantovane ugovorom i tržište kamatne stope u ugovorenom periodu.[44]

# 3. FINANSIJSKE INSTITUCIJE I FINANSIJSKI POSREDNICI

Svi transaktori, odnosno investitori na finansijskom tržištu, u zavisnosti od poslova kojima se bave, mogu se podeliti na nefinansijske i finansijske poslovne subjekte. Nefinansijska preduzeća se bave proizvodnjom različitih roba ili pružanjem nefinansijskih usluga. Njihove su transakcije u

---

[40] Jeremić Z,*Finansijska tržišta*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009. god., str.68.
[41]Petrović, Denčić-Mihajlov,*Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Niš, 2007. god., str. 244.
[42]Jeremić Z,*Finansijska tržišta*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009. god., str.69.
[43] Vukašinović J,*Računovodstveni tretman forvarda*, Računovodstvo,1-2,Beograd, 2010. god., str. 46.
[44]Jeremić Z, *Finansijska tržišta*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009. god., str.69.

funkciji njihovog osnovnoh poslovanja. Finansijska preduzeća, tj finansijski institucije su finansijski posrednici.
Finansijski posrednici su finansijske institucije koje posreduju na finansijskom tržištu transferišući sredstva od onih koji imaju višak sredstava, koji su uštedeli, ka onima kojima su ta sredstva potrebna za poslovnu aktivnost. Institucije koje prikupljaju štrednju i depozite i plasiraju odobravajući različite vrste kredita, ili kupujući hartije od vrednosti na tržištu su depozitne finansijske institucije. U njih spadaju komercijalne banke i štedno-kreditne organizacije koje prikupljaju štednju i depozite i plasiraju ih odobravajući različite vrste kredita ili kupujući hartije od vrednosti na tržištu. Za razliku od njih, one institucije, koje u izvorima sredstava imaju sopstveni kapital ili neki drugi izvor koji nije depozitnog porekla, nazivaju se nedepozitnim institucijama. U njih spadaju osiguravajuće kompanije, penzioni fondovi, investicioni fondovi, investicione banke i brokersko dilerske organizacije (brokeri, dileri, portfolio menadžeri, investicioni savetnici).
U praksi su se finansijski posrednici razvili prevashodno što svaki pojedinac ili kompanija ne mogu efikasno da plasiraju, pozajmljuju i investiraju viškove sredstava kojima raspolažu ili da direktno pozajmljuju sredstva od onih koji tim viškovima trenutno raspolažu.
Finansijski posrednici to rade efikasnije, uz niže transakcione troškove, prikupljajući finansijske informacije koje obrađuju za veliki broj kompanija i diversifikujući rizik ulaganjem u lepezu finansijskih instrumenata, kako bi optimizovali odnos između rizika i prinosa.
Finansijski posrednici bitno doprinose razvoju tržišta kapitala, jer doprinose jačanju konkurencije na finansijskom tržištu, stimulišu finansijske inovacije, jačaju korporativno upravljanje, vrše pritisak za osavremenjivanje tržišne infrastrukture ohrabljujući razvoj regulative.[45]
Na američkom tržištu su stvoreni veoma strogi zakoni o tome ko može da postane finansijski posrednik. Pojedinci ili grupe koji to žele da ostvare osnivanjem banke ili osiguravajućeg društva moraju da dobiji dozvolu od državne ili federalne vlade. Dozvolu mogu dobiti samo uzorni građani sa besprekornim kredibilitetom i velikim početnim kapitalom. U Srbiji dozvolu za osnivanjem izdaje Narodna banka Srbije.

## 3.1. Komisija za hartije od vrednosti

U svim nacionalnim ekonomijama posebna pažnja se posvećuje regulaciji finansijskih tokova na tržištu kapitala, jer njihovo narušavanje dovodi do poremećaja u svim privrednim granama. Regulisanje tokova na tržištu kapitala vodi se preko nosilaca: brokersko-dilerskih kuća i banaka i institucija koje su nastale radi njihovog efikasnijeg odvijanja: berze i registri hartija od vrednosti.
Praksa je pokazala da je najbolji način regulacije tržišta kapitala onaj koji počiva na nezavisnoj ustanovi tipa komisije. Pošto ovakav ustanova stoji po strani vlade kao izvršne vlasti, onda su i šanse od njihovog uplitanja u tržišne tokove minimalne. Cilj regulacije nije da utiče na tokove

[45]Jeremić Z, *Finansijska tržišta*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009. god., str. 180.

kapitala i novca, nego da obezbedi njihovo što efikasniji promet, pod jednakim uslovima za sve učesnike.
Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije je nezavisna i samostalna organizacija, osnovana 16. februara 1990. godine kao nacionalni regulatorni organ sa ciljem regulisanja, nadzora i unapređenja domaćeg finansijskog tržišta. Pored Narodne banke Srbije, drugo značajno regularno telo je Komisija za hartije od vrednosti.[46]
Komisija je odgovorna za zakonito funkcionisanje tržišta hartija od vrednosti, sa ciljem zaštite investitora i obezbeđivanje pravičnosti, efikasnosti i transparentnosti tog tržišta. Komisija vrši nadzor nad primenom:

- Zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata
- Zakona o preuzimanju akcionarskih društava
- Zakona o investicionim fondovima

Jedna od osnovnih nadležnosti Komisije je licenciranje učesnika na finansijskom tržištu. Nakon izdavanja licenci ona vrši nadzor nad poslovanjem brokersko-dilerskih društava, berzi, investicionih fondova, Centralnog registra, ovlašćenih banaka, kastodi banaka i drugih lica.
Zakon propisuje da Komisija ima pet članova, uključujući i predsednika Komisije, koje bira i razrešava republička skupština. Oni se biraju na pet godina i mogu biti ponovo birani. Takođe, predsednik i članovi Komisije ne mogu obavljati druge poslove koji bi mogli uticati na njihovu samostalnost, nepristrasnost, na društveni ugled i na ugled Komisije.

### 3.1.1. Ovlašćenja i odgovornosti Komisije

U okviru svojih nadležnosti Komisija:

1. donosi akte radi sprovođenja gore navedenih zakona
2. odobrava:
    - izdavanje hartija
    - pravnim licima status profesionalnih investitora
    - objavljivanje ponude za preuzimanje akcionarskih društava
3. daje dozvole:
    - za rad-organizatoru tržišta
    - za obavljanje delatnosti brokersko-dilerskog društva i ovlašćenim bankama (za obavljanje poslova kastodi banke)
    - za rad društvu za upravljanje

[46]NBS ima odlučujuću ulogu

4. daje saglasnost:
    - na izmene akata
    - na statusne promene
5. utvrđuje:
    - način čuvanja dokumentacije i kriterijume koje moraju ispuniti učesnici u poslu sa hartijama od vrednosti
    - obavezne informacije koje dostavljaju i javno objavljuju
6. vodi registre:
    - javnih društava
    - društva za upravljanje
    - investicionih fondova
    - profesionalnih investitora
7. prati stanje i kretanje na organizovanom tržištu, daje informacije i sprovodi mere za otklanjanje poremećaja na tom tržištu
8. sarađuje sa međunarodnim organizacijama.[47]

Iz gore navedenog se vidi da su dužnosti i ovlašćenja Komisije brojne i široko definisane. Osnovne funkcije koje ima su usmerene ka zaštiti investitora, obezbeđenju efikansog i poštenog tržišta i smanjenju rizika. Posebno je uočljiva njena nadzorna i zaštitna funkcija koja joj daje pravo pokretanja sporova, što je ujedno i novina kada se poredi sa prethodnom regulativom. Ovlašćenja komisije zadovoljavaju principe IOSCO.

Komisija je u maju 2002. godine primljena u IOSCO (Međunarodnu organizaciju regulatora tržišta kapitala), dok je od oktobra 2009. godine punopravna potpisnica Multilaterarnog sporazuma o razumevanju IOSCO-a. Memorandum o razumevanju se odnosi na saradnju i razmenu informacija među članicama.

Komisija je dužna da najmanje jednom godišnje podnese Narodnoj skupštini Republike Srbije izveštaj o radu, kao i izveštaj o kretanjima na organizovanom tržištu hartija od vrednosti u Republici. Komisija je dužna da Vladu tromesečno informiše o svom radu i kretanjima na organizovanom tržištu.

Uloga koju Komisija ima u pogledu propisivanja podzakonskih akata, licenciranja učesnika na finansijskom tržištu, nadzora i monitoringa nad ukupnim tržištem hartija od vrednosti, od posebnog je značaja za tržište hartija u Srbiji, koja je u fazi nastajanja i razvoja. Iskustva su pokazala da su zemlje u tranziciji kvalitetna regulativa i izgrađene institucije od presudnog značaja za kvalitetan razvoj finansijskog tržišta. Jake institucije i kvalitetna regulativa za čiju efikasnu primenu u praksi su upravo potrebne i razvijene institucije, vode ka stabilnijem razvoju u ovoj oblasti i izbegavanju pojava koje mogu narušiti poverenje i investitora i akcionara.[48]

[47] Izvor: http://www.sec.gov.rs/

[48] Jeremić Z, *Finansijska tržišta*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009. god., str.248.

## 3.2. Centralni registar

Centralni registar hartija od vrednosti predstavlja značajnu instituciju na finansijskom tržištu zemalja u svetu. Centralni registar, depo i kliring hartija od vrednosti može se definisati kao institucija koja vodi jedinstvenu evidenciju o izdatim hartijama od vrednosti i njihovim vlasnicima i obavlja kliring i saldiranje hartija od vrednosti i novca po osnovu trgovanja sa hartijama od vrednosti, čime zadovoljava međunarodne standarde i omogućava domaćim i stranim investitorima i članovima centralizovano vođenje računa klijenata, uz ekonomičan kliring i saldiranje. O registraciji, kliringu i saldiranju hartija od vrednosti[49], kao i o drugim činjenicama značajnim za organizovano tržište hartija od vrednosti, Centralni registar podnosi izveštaj Komisiji za hartije od vrednosti.
Postoji nekoliko osnovnih principa kojih se pomenute institucije pridržavaju, jer funkcionišu po propisanim međunarodnim standardima. Ovi principi se odnose na posebna pravila kod vršenja kliringa i saldiranja hartija od vrednosti i novca i sažeti su u preporukama Međunarodne organizacije Komisija za hartije od vrednosti (IOSCO). [50]

U Centralnom registru se vode sledeći računi:

- računi hartija od vrednosti članova Centralnog registra
- računi deponovanih hartija od vrednosti
- emisioni računi

Zakon o tržištu kapitala (čija je primena počela 2011) definisao je CR HoV kao nezavisnu instituciju i akcionarsko društvo u kojem treba najmanje 51% akcija da bude u vlasništvu države. U skladu sa navedenim Zakonom, centralni registar hartija od vrednosti je osnovan kao samostalna institucija i akcionarsko društvo koje je u potpunoj svojini države. CR HoV predstavlja instituciju koja treba da unapredi razvoj finansijskog tržišta u Srbiji.

Njegovo poslovanje obuhvata:

- registraciju različitih vrsta hartija od vrednosti u koje spadaju obveznice, akcije, blagajnički zapisi, trezorski zapisi, komercijalni zapisi itd.
- otvaranje računa hartija od vrendosti i novčanih računa za fizička i pravna lica
- prenošenje hartija od vrednosti sa računa prethodnog na račun novog vlasnika
- registrovanje prava trećih lica na hartijama od vrednosti kao što je npr. pravo zaloge itd.
- obavljanje poslova kliringa i saldiranja kako hartija od vrednosti tako i novčanih sredstava

[49] *Kliring*- utvrđivanje obaveza i potraživanja po osnovu hartija od vrednosti i novčanih sredstava između učesnika na organizovanom tržištu u vezi sa poslovima sa hartijama od vrednosti, a *saldiranje*- izvršenje obaveza između učesnika na organizovanom tržištu prenosom hartija od vrednosti i novčanih sredstava po osnovu poslova sa hartijama od vrednosti.
[50] Vasiljević M, Vasiljević B, Malinić D, *Finansijska tržišta*, Komisija za hartije od vrednosti, Beograd, 2008. god., str. 96.

Sistem saldiranja je dizajniran u skladu sa preporukama IOSCO (International Organisation of Securities Commissions). Takođe, CR HoV je i član brojnih međunarodnih organizacija: ANNA (Association of National Numbering Agencies), ESCDA (European CSD Association), ISSA (International Securities Services Association) i EACH (European Association of Central Counterparty Clearing Houses).

Članovi Centralnog registra mogu biti: Republika Srbija, Narodna banka Srbije, banke, brokersko-dilerska društva, banke, društva za upravljanje fondovima i inostrana pravna lica koja obavljaju poslove kliringa i saldiranja hartija od vrendosti. Danas, Centralni registar broji preko 100 članova, banaka i brokersko-dilerskih društava. Ovi članovi su u mogućnosti da otvaraju podračune za svoje klijente koji mogu biti fizička i pravna lica.

Zahvaljujući konceptu dematerijalizacije hartija od vrednosti, centralni registar se našao u središtu infrastrukture za trgovanje hartijama od vrednosti. Predstavlja centralnu bazu podataka u kojoj se vode stanja i promene vlasništva nad hartijama po različitim osnovama, a u formi elektronskog zapisa. Iz ovoga proizilazi zaključak da se obaveze koje su nastale po osnovu zaključenih poslova na tržištu hartija od vrednosti mogu izvršiti samo preko Centralnog registra hartija od vrednosti.

Funkcija centralnog registra bitna je i za dobro korporativno upravljanje, jer se u svakom trenutku moraju znati vlasnici svakog privrednosg društva, bez obzira na svakodnevne promene vlasništva nad akcijama. To je posebno bitno kod organizovanja skupština akcionara.[51]

## 3.3. Berza

### 3.3.1. Istorijski osvrt

Nastanak pojma ‘’berza’’ u literaturi se najčešće dovodi u vezu sa prezimenom flamanske porodice Van der Beurse, koja je u Belgijskom gradu Bridžu imala kafanu u kojoj su se okupljali trgovci. Korene berzi moguće je naći još u davnim vremenima kada su se trgovci okupljali na pijacama, trgovima, sajmovima, bazarima i drugim mestima, na kojima je dolazilo do susretanja ponude i tražnje za različitim oblicima robe. Tako su u kontinentalnoj Evropi već krajem XIV i početkom XV veka, mnogi gradovi stekli jaku tradiciju trgovanja, kao što su: Venecija, Firenca, Bolonja, Đenova, Milano, Marsej, Lion, Tuluz, Avr, Keln, Brіž, Amsterdam, Pariz, London. Veliki broj berzi je nastao u kafanama, kao što je slučaj u Londonu (*Jonathan’s Coffe House*) ili Njujorku (*Tontine Coffee*). Smatra se da su prve berze imali Anterpen (1531. godine), Lion (1546. godine), Keln (1553. godine) i London (1566. godine).

Početkom XVIII veka, primat u međunarodnoj trgovini preuzima Holandija, a berza u Amsterdamu postaje jedna od najznačajnijih. Početkom XIX veka vodeća berza postaje

[51]Jeremić Z, *Finansijska tržišta*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009. god., str.346.

Londonska, koja je na toj poziciji ostala sve do Prvog svetskog rata, nakon čega na čelo izbija Njujorška berza.
Danas u SAD-u postoji sedam finansijskih berzi: NYSE, Američka berza (AMEX), berza u Čikagu (CHX), Pacifička berza u San Fracisku i Los Anđelesu (PSE), Filadelfijska berza, Bostonska berza i Berza u Sinsinatiju.
U toku XX veka dešavaju se brojne inovacije, dolazi do značajnih tehnoloških i informacionih unapređenja u radu berzi. To se pre svega odnosi na uvođenje kompjutera i elektronskih sistema trgovanja, čemu je najviše doprineo NASDAQ, koji je početkom 2006. godine i zvanično dobio odobrenje od SEC (Securities Exchange Commission) da posluje kao berza.
Padom Berlinskog zida i ponovnim uspostavljanjem tržišne ekonomije u čijoj je osnovi privatna svojina i akcionarstvo, reosnivaju se berze istočnoevropskih zemalja (Prag, Varšava, Budimpešta, Moskva, Bratislava, Sofija, Bukurešt, Ljubljana…).[52]
Prva berza na našim prostorima bila je Beogradska berza, koja je osnovana 21. novembra 1894. godine. Ona je započela sa radom naredne godine, a radila je prema Zakonu o berzama iz 1886. godine sve do početka Drugog svetkog rata, kada je posle više pokušaja njenog obustavljanja, kada je ukinuta. Rad Beogradske berze je obnovljen 1989. godine.

### 3.3.2. Pojam i razvoj berzi

Berza je regulisano i organizovano sekundarno tržište hartija od vrednosti sa strogo utvrđenim pravilima trgovanja, opštim kriterijumima za prihvatanje hartija od vrednosti kojima će se trgovati, kao i kriterijumima za prijem u članstvo berze. Iz predhodnog proizilazi da je reč i instituciji koja organizuje proces trgovanja, standardizuje predmet trgovanja i određuje način trgovanja. Berza ne utvrđuje cenu hartija od vrednosti kojima se na toj berzi trguje, već određuje pravila odvijanja aukcije na kojoj se slobodnim susretanjem ponude i tražnje u određenom trenutku utvrđuje cena hartije od vrendosti. U donošenju pravila poslovanja berze su samostalne, kao i u kontroli njihove primene i sankcionisanju prekršilaca. Posao sankcionisanja je delatnost posebnih berzanskih sudova-arbitraža.
U literaturi nailazimo na veliki broj definicija berze, koje su obajšnjene sa više aspekata, a najprostijim rečnikom berza predstavlja mesto gde se susreću ponuda i tražnja za tačno određenom robom, na tačno određenom mestu i u tačno određeno vreme.
Prema Zakonu o tržištu kapitala berza predstavlja pravno lice organizovano kao akcionarsko društvo koje, u skladu sa zakonom, obavlja delatnost organizovanja trgovine hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima na berzanskom tržištu, odnosno na berzanskom i vanberzanskom tržištu.
Beogradska berza je jedina berza u Srbiji, pa se sve odredbe o organizatoru tržišta, odnosno berzi, odnose na nju, mada je otvorena mogućnost i za osnivanje drugih berzi i drugih organizatora tržišta. Berza se javlja i kao organizator vanberzanskog tržišta za akcije i druge hartije od vrednosti koje ne ispunjavaju uslove za zvanični listing berze.

[52] Jeremić Z, *Finansijska tržišta-Praktikum*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2008. god., str. 1.

Zakonom je definisano koji poslovi se smatraju organizovanim trgovanjem hartijama od vrednosti:

- organizovanje javne ponude hartija od vrednosti i povezivanje ponude i tražnje hartija od vrednosti
- objavljivanje informacija o ponudi, tražnji, tržišnoj ceni hartija od vrednosti i drugih podataka značajnih za trgovinu hartijama od vrednosti
- utvrđivanje i objavljivanje kursnih lista hartija od vrednosti
- obavljanje drugih poslova u skladu sa zakonom

Pravilima poslovanja berze uređuju se vrste poslova, uslovi i način njihovog obavljanja:

- uslovi i način obavljanja poslova članova berze
- vrste i uslovi trgovanja hartijama od vrednosti
- uslovi i način prijema hartija od vrednosti na listing berze, povlačenja i brisanja sa listinga
- način utvrđivanja i objavljivanja cena hartija od vrednosti i finansijskih derivata kojima se trguje na berzi
- međusobna prava i obaveze berze i članova berze
- druga pitanja o radu berze

Članovi berze su brokerko-dilerska društva i ovlašćene banke.

### 3.3.3. Poslovanje na Beogradskoj berzi

#### *3.3.3.1. Poslovi Beogradske berze*

Berza organizuje trgovanje hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima koje obuhvata sledeće najvažnije poslove:

- *Listing*: prijem hartija od vrednosti na listing berze
- *Trgovanje*: organizovanje trgovanja hartijama od vrednosti kroz povezivanja ponude i tražnje
- *Informisanje*: informisanje javnosti o podacima značajnim za trgovinu hartijama od vrednosti i objavljivanje kursnih lista hartija od vrednosti

#### *3.3.3.2. Organizacija tržišta*

Prema zakonu organizovano tržište hartija od vrednosti obuhvata berzansko tržište i vanberzansko tržište.
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 (Beogradska berza) i nad kojim vrši nadzor Komisija.
Berzansko tržište je 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 instrumentima kojima se trguje u skladu sa pravilima koje propisuje organizator vanberzanskog tržišta.
Na berzi mogu trgovati samo članovi berze. Članovi berze mogu biti dileri, koji mogu raditi u svoje ime i za svoj račun i brokeri koji rade samo za račun drugih.

#### *3.3.3.3. Listiranje i delistiranje na Beogradskoj berzi*

Na berzanskom tržištu trguje se samo hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima koji su primljeni na listing Berze utvrđene Pravilnikom o listingu i kotaciji Beogradske berze. Na slobodnom berzanskom tržištu trguje hartijama od vrednosti koje ne ispunjavanju uslove za berzansko tržište.
Na Beogradskoj berzi hartije od vrednosti se mogu listirati na listingu A[53] (Prime Market) i na listingu B[54] (Standard Market). Na kom će se od ova dva listinga hartija naći zavisi od ispunjenja određenih kriterijuma za listing.
Prednosti listiranja preduzeća na berzi su mnogobrojne. Listiranje omogućava prikupljanje dodatnog kapitala, povećava likvidnost hartije, poboljšava imidž kompanije, omogućava veću zaštitu investitora i dr.
Delistiranje, odnosno odluka o isključenju hartija od vrednosti sa listinga berzanskog tržišta trgovanja donosi se prevashodno usled neaktivnog trgovanja, odnosno ako se trgovina hartijama od vrednosti ne vrši duže od šest meseci, ili ako je bila nedovoljna aktivna zbog smanjenja njene količine, ograničenja u trgovanju ili nedovoljnog interesa, kao i drugih razloga predviđenih pravilima berze.

#### *3.3.3.4. Trgovanje na berzi*

Trgovanje hartijama od vrednosti na Beogradskoj berzi se odvija na berzanskim sastancima u okviru berzanskog tržišta i slobodnog berzanskog tržišta. Na berzi se trguje hartijama od vrednosti i drugim finansijskim intrumentima kao što su akcije, dužničke hartije od vrednosti,

[53] Trenutno se nalaze akcije pet kompanija: Aerodrom Nikola Tesla a.d. Beograd, Energoprojekt holding a.d. Beograd , Nis a.d. Novi Sad, Soja Protein a.d. Bečej i Tigar a.d. Pirot
[54] Nalaze se akcije kompanija: Metalac a.d. Gornji Milanovac, Alfaplam a.d. Vranje i Komercijalna banka a.d. Beograd.

garanti za kupovinu akcija ili obveznica, derivati, depozitne potvrde i drugi finansijski intrumenti kojima se u skladu sa Zakonom može trgovati na berzi.
Berzanska trgovina se odvija u informacionom sistemu Berze tj. elektronskoj platformi za trgovanje (Belex Fit). Naloge za trgovanje članovi berze ispostavljaju u skladu sa propisanim ovlašćenima i to elektronskim putem sa svojih stanica instaliranih u boksovima u Sali za trgovanje Berze odnosno sedištu ili poslovnoj jedinici člana Berze-daljinsko trgovanje. Nalozi za trgovanje se uparuju po kriterijumu cene i vremena unosa u informacioni sistem Berze. Na osnovu uparenih naloga za trgovanje zaključuju se transakcije o čemu se izrađuju zaključnice koje se zatim elektronskim putem dostavljaju Centralnom registru i članovima berze koji su zaključili transakcije.

#### *3.3.3.5. Metode trgovanja*

Trgovanje hartijama od vrednosti na berzanskim sastancima može biti organizovano jednim od sledeíh metoda:

- metod preovlađujuće cene
- metod kontinuiranog trgovanja
- metod minimalne cene[55]

**Blok trgovanje** je blok transakcija čiji je predmet hartija od vrednosti kojom se trguje na berzanskom ili vanberzanskom tržištu. Blok transakcija je transakcija dogovorena van berzanskog sastanka na kome se trguje metodom preovlađujuće cene ili metodom kontinuiranog trgovanja, u bilateralnom odnosu jednog kupca i jednog prodavca.
**Zona fluktuacije** se utvrđuje prilikom trgovanja hartijama od vrednosti i predstavlja najveće dozvoljeno odstupanje cene od indikativne cene hatije od vrednosti, odnosno raspon cena u okviru kojih je dozvoljeno zaključivanje transakcija na istom berzanskom sastanku. [56]
**Metod preovlađujuće cene**
Prilikom trgovanja po metodi preovlađujuće cene nalozi se u knjigu naloga upisuju u toku faze predotvaranja, a u fazi aukcije, na osnovu ispostavljenih naloga za trgovanje, se utvrđuje preovlađujuća cena. Prilikom utvrđivanja preovlađujuće cene primenjuju se sledeći kriterijumi:

- maksmiiziranje obima prometa
- minimiziranje razlike između sene koje je moguće utvrditi i indikativne cene

Za preovlađujuću cenu proglašava se cena po kojoj se ostvaruje najveći obim prometa, meren količinom predmetne hartije od vrednosti.[57]

[55]Metod minimalne cene se koristi samo u trgovanju akcijama na vanberzanskom tržištu, isključivo za akcije koje iznosi na trgovanje Akcijski fond i na njegov zahtev.
[56]http://www.belex.rs/trzista_i_hartije/metode_trgovanja
[57]Ibid.

**Metod kontinuiranog trgovanja**

U kontinuiranom metodu trgovanja, u fazi kontinuiranog trgovanja, nalozi za trgovanje koji se ispostavljuju u BELEXFIX upisuju se u elektronsku knjigu naloga. BELEXFIX kontinuirano upoređuje uslove cene i količine iz predhodno ispostavljenih, a nerealizovanih naloga, i novoispostavljenih naloga za trgovanje, i kada to uslovi iz naloga za trgovanje dozvoljavaju, zaključuje transakcije. Nalozi za trgovanje koji čekaju realizaciju realizuju se prema prioritetu cene naloga, a ukoliko su cene u dva ili više naloga jednake, prioritet se dodeljuje ranije ispostavljenom nalogu. Realizacija naloga za trgovanje moguća je ukoliko su u BELEXFIX ispostavljeni nalozi suprotni po vrsti transakcije koji imaju cenu jednaku ili bolju od naloga koji sa statusom aktivnog naloga čeka na realizaciju. Cena na zatvaranju utvrđuje se kao prosečna ponderisana cena trgovanih jedinica svake od hartija od vrednosti u toku trgovačkog dana.[58]

### 3.3.4. Indikatori proseka i berzanski indeksi

Najkvalitetniji instrument analize berzanskih tržišta u određenom vremenskom periodu su berzanski proseci i indeksi. Oni služe za analizu istorijskih kretanja na finansijskom tržištu, ali i za prognozu budućih kretanja kako na tržištu tako i u ekonomiji uopšte.

**Berzanski proseci** se izračunavaju sabiranjem cena akcija odabranih kompanija i deljenjem brojem koji je, u određenom vremenu definisan kao delilac i jednak je broju kompanija u berzanskom proseku. U portfelju za izračunavanje uključena je akcija sa liste, tako da je ponder definisan visinom cene konkretne hartije od vrednosti. Ukoliko je cena neke akcije viša, ona ima veći relativni uticaj na veličinu proseka. Drugim rečima, promena cene skuplje akcije više menja vrednost pokazatelja od istovetne promene cene jeftinije akcije.

Najpoznatiji berzanski indeks je, svakako, Dow Jones Average, koji je osnovni indikator stanja i promena cena akcija na najznačajnijoj svetkoj berzi- Njujorškoj berzi.

**Berzanski indeksi (**Index) predstavljaju ponderisani prosek cena i obima trgovanja akcijama ili obveznicama. Izračunavaju se tako što se podeli ukupna tržišna kapitalizacija odabranih kompanija sa liste, sa njihovom tržišnom kapitalizacijom u baznom tj. predhodnom periodu.[59] Pošto je ponder kompanije u indeksu određen veličinom tržišne kapitalizacije iz navedenog proizilazi da kompanije sa većim brojem prodatih akcija i višom cenom utiču na kretanje indeksa.

Najpoznatiji svetski indeksi su: Standardand Poor 500 (S&P500), NASDAQ, London (FT-SE 100), Deutsche Borse, Frankfurt (Dax 30), Nyse Euronext Paris (CAC 50), Tokyo (Nikkei) i mnogi drugi.

[58] http://www.belex.rs/trzista_i_hartije/metode_trgovanja

[59] Tržišna kapitalizacija se dobija množenjem broja emitovanih akcija sa njihovom cenom. To predstavlja vrednost kompanije.

#### *3.3.4.1. Indeksi i indikatori Beogradske berze*

U cilju unapređenja procesa informisanja investicione javnosti, kao i želje da poboljša transparentnost i uporedivost podataka, Beogradska berza je pristupila izradi nove kategorije indeksa. Prvi berzanski indeks koji je obuhvatao akcije na kontinuiranom trgovanju bio je BELEX15, dok je drugi BELEXline nastao transformacijom iz BELEXfm (Free market).

**BELEX15** je pozicioniran kao vodeći indeks Beogradske berze, opisuje kretanje cena najlikvidnijih akcija i računa se u realnom vremenu. Ponderisan je tržišnom kapitalizacijom[60], koji se ne prilagođava za isplaćene dividende, i nije zaštićen od dilutacionog efekta koji se javlja usled isplate dividendi. BELEX15 se sastoji od akcija kojima se trguje metodom kontinuiranog trgovanja i koje su ispunile kriterijum za ulazak u indeksnu korpu[61]. Težina komponenti u indeksu je ograničena na maksimalnih 20% u odnosu na ukupnu tržišni kapitalizaciju indeksa. Belex15 je prevashodno namenjen unapređenju investicionog procesa, kroz merenje performansi najlikvidnijih segmenata srpskog tržišta kapitala, kao i kroz mogućnost upoređivanja potencijalnih investicionih strategija prema indeksu. Od njega se očekuje da bude analitička alatka kako za portfolio menadžere, profesionalnme analitičare, stručnu javnost, investitore, tako i za sve druge koji proučavaju dinamiku kretanja cena na ovom tržištu.

**BELEXline** je indeks ponderisan ukupnom tržišnom kapitalizaciojom, koji se ne prilagođava za isplaćene dividende i nije zaštićen od dilutacionog efekta koji se javlja usled isplate dividendi. Kao i BELEX15 sastoji se od akcija kojima se trguje na tržištima Beogradske berze i koje su ispunile uslove za ulazak u indeksnu korpu. Razlika sa BELEX15 u težini komponenti i njenom procentnom ograničenju koji za ovaj indeks iznosi 10% u odnosu na ukupnu tržišnu kapitalizaciju indeksa. BELEXline je kreiran kao opšti, benchmark indeks čija se vrednost računa na kraju trgovačkog dana.

**BELEX SENTIMENT** je najnoviji indikator i predstavlja pokazatelj tržišnih očekivanja učesnika u trgovanju. Ima za cilj da iznese smernice ostatku investicione javnosti u pogledu njihovih očekivanja o budućim kretanjima na tržištu. Sa vrednošću preko 100 izražava pozitivna očekivanja, dok sa vrednošću koja je manja od 100 označava pesimistička očekivanja tržišnih učesnika.

## 3.4. Kastodi banka

Funkcionisanje tržišta hartija od vrednosti, naročito u delu poslovanja sa akcijama nije moguće bez kastodi banke koja obavlja sledeće poslove[62]:

[60]Ponderisan isključivo tržišnom kapitalizacijom koja se nalazi u slobodnom prometu (free float).
[61]Indeksna korpa se sastoji od običnih akcija kojima se trguje metodom kontinuiranog trgovanja i koje su ispunile kriterijume za ulazak u istu.
[62]Član 181. Zakona o tržištu hartija od vrednosti i finansijskih instrumenata

- otvara i vodi račune hartija od vrednosti kod Centralnog registra u ime i za račun zakonitih imalaca- svojih klijenata (vlasnički račun hartija od vrednosti)
- otvara i vodi račune hartija od vrednosti kod Centralnog registra u ime kastodi banke, a za račun zakonitih imalaca- svojih klijenata, odnosno u ime svojih klijenata koji nisu zakoniti imaoci tih hartija, a za račun zakonitih imalaca (zbirni kastodi račun)
- izvršava naloge za prenos prava iz hartija od vrednosti i naloge za upis prava trećih lica na hartijama od vrednosti i stara se o prenosu prava iz tih hartija
- naplaćuje potraživanja od izdavalaca po osnovu dospelih hartija od vrednosti, kamata i dividendi za račun zakonitih imalaca tih hartija i stara se o ostvarivanju drugih prava koja pripadaju zakonitim imaocima hartija od vrednosti koji su njeni klijenti
- pruža usluge pozajmljivanja hartija od vrednosti
- obaveštava akcionare o godišnjim skupštinama akcionarskih društava i zastupa ih na tim skupštinama
- po ovlašćenju klijenta stara se o izvršenju poreskih obaveza klijenta po osnovu hartija od vrednosti čiji je klijent zakoniti imalac
- obavlja druge poslove u skladu sa zakonom kojim su uređeni investicioni fondovi i dobrovoljni penzijski fondovi i drugim zakonom i pravilima poslovanja kastodi banke.

Kastodi banka obavlja svoju delatnost ako je član Centralnog registra i ako ima poseban organizacioni deo koji je tehnički i kadrovski osposobljen za obavljanje poslova kastodi banke. Hartije od vrednosti koje se vode na vlasničkom računu klijenata i na zbirnom kastodi računu nisu vlasništvo kastodi banke i ne ulaze u njenu imovinu. Samo na osnovu naloga klijenta, kastodi banka može da raspolaže hartijama od vrednosti koje se nalaze na kastodi računu.

# II DEO- UVODNA RAZMATRANJA O ANALIZI FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

# 1.POJAM, PREDMET I CILJEVI ANALIZE FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

Reč analiza polazi od grčke reči *analysis* koja bi značila razlaganje, rašlanjivanje celine na njene delove, a takođe označava pojam suprotan pojmu sinteze. Ovaj pojam se koristi i u društvenim i u prirodnim naukama - označava raščlanjivanje neke celine na sastavne delove u cilju upoznavanja njene strukture ili sastava.

Međutim, u ekononomiji pojam analize se ne koristi u njenom pravom značenju, već se suština definisanja pojma nalazi se u shvatanju da analiza treba da ***podvrgne posmatranju, ispitivanju, oceni i formulisanju dijagnoze onih procesa koji su se desili u kompaniji i koji se kao takvi nalaze sažeti i opredmećeni u okviru finansijskih izveštaja.***[63] Finansijska analiza predstavlja iscrpno istraživanje, kvantificiranje, deskripciju i ocenu finansijskog statusa i uspešnosti poslovanja preduzeća.[64]

Iz gore navedene definicije proizilazi da su predmet analize finansijski izveštaji kompanije, a to su: bilans stanja, bilans uspeha, izveštaj o tokovima gotovine, izveštaj o promenama na kapitalu i napomene. Imajući u vidu da revizija ima zadatak da verifikuje iznose iskazane u bilansima, odnosno da formira mišljenje o objektivnosti i realnosti istih, koji su osnov za analizu, proizilazi da je i izveštaj revizora preduslov valjane analize. Takođe, predmet analize mogu biti i svi drugi segmenti godišnjeg izveštaja, koji nisu obavezni, ali su značajnii za donošenje ispravnih poslovnih odluka kao što su: pismo upućeno akcionarima (Letter to shareholder) i dodatne diskusije i analize menadžmenta (Management Discussion and Analysis).

Osnovni cilj analize finansijskih izveštaja preduzeća može se definisati kao ocenjivanje prošlih ostvarenja preduzeća i predviđanje njegovih budućih ostvarenja u funkciji informativne podrške aktivnosti donošenja odluka koje su, obično, u krajnjoj liniji finansijske odluke.[65]

Ciljevi analize mogu biti opšti i posebni. Opšti ciljevi se odnose na sagledavanje zarađivačke sposobnosti kompanije i finansijskog položaja, kao i njenih novčanih tokova i promena na kapitalu, a sve u cilju pružanja informacija korisnicima analize. Posebni ciljevi se odnose na zadovoljenje informacionih potreba stejkholdera, odnosno korisnika finansijske analize. Takođe, posebni ciljevi analize finansijskih izveštaja mogu se posmatrati i na drugačiji način, respektovanjem Međunarodnih računovodstvenih standarda / Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja ( MRS/MSFI ). [66]

---

[63]Kneževič G., *Analiza finansijskih izveštaja,* Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009.god., str. 5.
[64] Stojiljković M., Krstić J., *Finansijska analiza*, Ekonomski fakultet, Niš, 2000.god., str. 12.
[65]Horngren, C., Sundem, G., Introduction to Management Accounting, 7-th Edition, Prentice-Hall Inc., 1987.
[66] Kneževič G., *Analiza finansijskih izveštaja,* Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009.god., str 6.

Prema *Okviru* Međunarodnih računovodstvenih standarda/Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja, osnovni cilj računovodstva je da pruži informacije o sposobnosti preduzeća da stvara novac i ekvivalente novca, [67] kao i informacije o proceni dinamike i izvesnosti stvaranja novca.

Ovu sposobnost stvaranja novca kao računovodstveni cilj, ne treba bukvalno shvatiti kao usmerenost aktivnosti preduzeća na ostvarivanje što većeg stanja novca na tekućem računu. Ona se definiše kao sposobnost korisnika (stejkholdera) da iz računovodstvenih informacija dođu do objektivnih podataka o tome da li će preduzeće isplatiti dividende (prinos za investitora), kamate (prinos za kreditora), tekuće obaveze prema dobavljačima za materijal, opremu, obaveze prema fiskalnim organima (porez), kao i da li na vreme proizvodi i isporučuje svoje proizvode kupcima. Dakle, već kroz MRS/MSFI definiše se opšti cilj računovodstva iz kojeg proizilaze i posebni ciljevi finansijske analize za svakog pojedinačnog korisnika. [68]

# 2. KORISNICI FINANSIJSKE ANALIZE

Finansijski izveštaji sadrže informacije koje treba da održavaju zbivanja u prošlosti, odnosno informacije koje se odnose na pređašnje obračunske periode. Ipak, većina korisnika finansijskih izveštaja se trudi da pomoću njih pronikne u buduća dešavanja. Analizirajući trendove prikazanih podataka, vršeći poređenja sa podacima konkurenskih kompanija, analizirajući racio pokazatelje, finansijski analitičari teže da dokuče trenutno stanje kompanije i izglede za budućnost.

Različiti su motivi analitičara, odnosno korisnika finansijske analize, što znači da su oni različiti zavisno od toga da li je korisnik analize samo preduzeće (vlasnici kapitala-insajderi, uprava preduzeća, poslovni organ, sindikat) – interni ciljevi, ili se interesenti nalaze izvan preduzeća (vlasnici kapitala-outsajderi, poverioci, državni organi, statistički zavodi, konkurencija…) : takozvana treća lica – eksterni ciljevi.[69]

## 2.1. Računovodstvene informacije u funkciji smanjenja informacione asimetrije

Računovodstvene informacije koje se nalaze u osnovnim finansijskim izveštajima ne predstavljaju jedini izvor informacija za finansijske analitičare. Set finansijskih izveštaja je zapravo samo početni informacioni izvor i tim informacijama se često zamera da su istorijskog karaktera, da ne prikazuju sva sredstva neke kompanije i sl. Ove zamerke navele su analitičare da pored finansijskih izveštaja u svojoj proceni koriste i druge izvore informisanja: procene

[67] IASC, Međunarodni računovodstveni standardi, Okvir, par. 15., str. 7.
[68] Kneževič G., *Analiza finansijskih izveštaja*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009.god., str 6.
[69] Ranković J., *Upravljanje finansijama preduzeća*, deveto pon. izdanje, Ekonomski fakultet, Beograd, 1999.god, str. 173.

brokerskih kuća, procene investicionih savetnika, poslovnu finansijsku štampu, procene državnih organa itd.
Glavni problem koji se javlja na finansijskog tržištu je dostupnost informacija. Iz toga prozilazi da je interna analiza različita od one koja se koristi za eksterne potrebe. Razlog upravo leži u dostupnosti tih podataka. Interna analiza se razlikuje od one koja se koristi za eksterne potrebe, jer analitičarima unutar preduzeća stoje na raspolaganju, pored bilansa stanja i uspeha, sve informacije koje se mogu izvući iz postojeće organizacije. Zbog toga je interna analiza, po pravilu dublja od eksterne, čiji zaključci mogu imati samo karakter nagovešataja ili indikacija.
Eksterna analiza je namenjena svim ostalim korisnicima van preduzeća koji imaju svoje interese u dotičnom preduzeću. Ovde se prvenstveno misli na vlasnike kapitala, potencijalne investitore, kreditore, revizorske kuće, razna poslovna udruženja i sl. Svi oni su podjednako zainteresovani, naravno svako iz svog ugla, za sigurnost svojih ulaganja u konkretnu kompaniju, kao i za sposobnost preduzeća da redovno servisira svoje obaveze prema njima (kupcu akcija da isplati dividendu, kreditoru da isplati glavnicu kredita i kamate).
Nejednakost u količini i kvalitetu informacija koje poseduju različiti korisnici naziva se **informaciona asimetrija.**

Dva problema proizlaze iz asimetrije:

- **Negativna selekcija** (adverse selection)- predstavlja rizik da se izabere pogrešna firma u koju treba investirati novac ili kojoj treba odobriti kredit. Ona nastaje pre donošenja poslovne odluke.

- **Moral hazard** (zloupotreba)- nastaje nakon finansijske transakcije, kad je novac već uložen, to je rizik da će emitent (odnosno menadžment) preduzeti aktivnosti koje su u suprotnosti sa investitorom, a to su aktivnosti koje ugrožavaju sposobnost da emitent vrati novac investitoru ili kreditoru (dividende, kamate, otplata glavnice kredita itd).

Informaciona asimetrija se može smanjiti kroz različite načine:

- postojanjem finansijskih institucija
- postojanjem Komisije za hatije od vrednosti
- postojanjem tržišta korporativne kontrole
- unošenjem restritivnih klauzula
- donošenjem računovodstvenih standarda

# 3. INSTRUMENTI ANALIZE FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

U procesu analize finansijskih izveštaja moguće je koristiti se čitavim nizom različitih postupaka, koji su, pre svega utemeljeni u raščlanjivanju i upoređivanju. Takođe, analiza finansijskih izveštaja treba da omogući ispravnu ocenu finansijskog položaja, uspešnosti i

likvidnosti poslovanja. Da bi se ovaj zadatak obavio, ona mora raspolagati odgovarajućim instrumentima i određenom metodologijom.

**Finansijskoj analizi stoje sledeći instrumenti na raspolaganju**:

- Horizontalna analiza
- Vertikalna analiza
- Analiza pomoću finansijskih pokazatelja – Racio Analysis
- Cash flow analiza
- Analiza pomoću neto obrtnog fonda
- Analiza leverage-a

## 3.1.Horizontalna analiza

Analiza finansijskih izveštaja koja omogućava upoređivanje podataka kroz duži vremenski period da bi se otkrile tendencije i dinamika promena pojedinih bilansnih pozicija (finansijskih podataka), uobičajeno se naziva ***horizontalnom analizom***. [70]
Horizontalna analiza predstavlja poređenje bilansnih pozicija u bilansu stanja tekuće i predhodne godine, kao i pozicija u bilansu uspeha tekuće i predhodne godine. Reč je, praktično, o komparativnoj (uporednoj) analizi promena između tekuće i predhodne godine.
Da bi sagledavanje poslovanja preduzeća bilo što potpunije, neophodno je sastaviti podlogu za analizu koja omogućava sagledavanje poslovana preduzeća kroz duži vremenski period, za minimum četiri do pet godina.

## 3.2.Vertikalna analiza

Vertikalna analiza podrazumeva međusobno upoređivanje podataka, odnosno pozicija finansijskih izveštaja u jednoj godini.
Kod ove analize bilansne pozicije bilansa stanja i uspeha se iskazuju kao 100%, te se posmatra struktura njihovih pozicija koje se iskazuju kao % od te osnovne pozicije.
Vertikalna analiza predstavlja strukturnu analizu finansijskih izveštaja, odnosno više pozicija u odnosu na jednu koja se tretira kao 100%. Strukturni finansijski izveštaji su veoma korisni kod upoređivanja sa konkurentima, kao i za poređenje podataka jednog preduzeća u uslovima inflacije. Takođe, na osnovu ove analize možemo zaključiti nešto više o strukturi sredstava i izvorima finansiranja.
Pozicije koje se u bilansu stanja iskazuju kao 100% su aktiva i pasiva, dok u bilansu uspeha te pozicije zauzimaju prihodi od prodaje.

[70]Smith, J.L., et al, Financial Accounting, op.cit. str. 653.

Kada govorimo o vertikalnoj analizi, bitno je istaći i zlatno bilansno pravilo finansiranja. Bilansno pravilo u užem smislu, zahteva da stalna sredstva budu u celini finansirana iz dugoročnih izvora finansiranja, dok se obrtna imovina mora finansirati iz kratkoročnog kapitala. Bilansno pravilo u širem smislu zahteva da se i deo zaliha finansira iz dugoročnih izvora finansiranja.

## 3.3. Analiza pomoću finansijskih pokazatelja (Racio Analysis)

Odnos jedne bilansne pozicije prema drugoj, izražen u prostoj matematičkoj formuli, naziva se racio.[71] Pokazatelji imaju svoju vrednost samo ako su pravilno interpretirani. Interpretacija pokazatelja se obavlja uvek u odnosu na neko pravilo, standard ili normu.[72]
Teorija i poslovna praksa razvile su ćitav niz finansijskih pokazatelja za ocenjivanje finansijskog položaja i zarađivačke sposobnosti preduzeća. Međutim, ako se veliki broj pokazatelja koristi za izračunavanje ne znači da će dati kvalitetniju spozanju poslovanja preduzeća. Stoga se često ističe da se umetnost analize finansijskih izveštaja prvobitno sastoji u izboru i interpretaciji specifičnih pokazatelja u zavisnosti od cilja analize.
Prema tome, treba izabrati što manji broj pokazatelja koji mogu da donesu zaključak o bonitetu preduzeća. Međutim, treba imati u vidu da nijedan pokazatelj, sam za sebe, ne daje relevantnu informaciju o bonitetu preduzeća. Samo analizom grupe pokazatelja se može doneti određeni zaključak.
Sa analitičke tačke gledišta klasifikacija pokazatelja obavlja se prema relevantnim aspektima poslovanja koji interesuje analitičara:

- pokazatelji likvidnosti
- pokazatelji poslovne aktivnosti
- pokazatelji rentabilnosti
- pokazatelji finansijske strukture
- pokazatelji tržišne vrednosti[73]

### 3.3.1. Pokazatelji likvidnosti

Likvidnost predstavlja sposobnost preduzeća da izmiruje dospele novčane obaveze, uz održanje potrebnog obima i strukture sredstava i očuvanje adekvatnog kreditnog boniteta. Pokazatelji likvidnosti imaju za cilj da odraze sposobnost preduzeća da izmiri dospele novčane obaveze.
Dinamički posmatrano, likvidnost preduzeća se obezbeđuje stalnom usklađenošću novčanih priliva u preduzeće i novčanih odliva po osnov isplate dospelih obaveza.[74]

[71]Krasulja D., Ivanišević M., *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2000. god., str. 20.
[72] Knežević G., *Analiza finansijskih izveštaja*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009.god., str. 109.
[73]Ibid.

Najvažniji pokazatelji likvidnosti su:

- pokazatelj opšte (tekuće) likvidnosti
- pokazatelj reducirane (rigorozne) likvidnosti
- neto obrtna sredstva (neto obrtni fond)

#### *3.3.1.1.Pokazatelji opšte (tekuće) likvidnosti*

Ovaj pokazatelj se smatra pokazateljem opšteg finansijskog zdravlja preduzeća i obavezno se koristi prilikom procene kreditne sposobnosti preduzeća. Racio opšte likvidnosti se dobija stavljanjem u odnos obrtnih sredstava i kratkoročnih obaveza. Ovim raciom se pokazuje da li su obaveze koje dospevaju u roku od godinu dana pokrivene imovinom vezanom za taj rok. Normala ili standard za ovaj pokazatelj je 2 : 1 u korist obrtnih sredstava. Međutim, ovaj odnos treba prihvatiti sa opreznošću u interpretaciji.

#### *3.3.1.2.Pokazatelj reducirane ( rigorozne ) likvidnosti*

Ovaj pokazatelj se često naziva racio rigorozne brze likvidnosti, tj. znatno je strožiji od testa tekuće likvidnosti. Utvrđivnje ovog racia predstavlja podelu ukupnih obrtnih sredstava u dve posebne skupine: 1) gotovinu i relativno likvidna sredstva i 2) manje likvidna sredstva (zalihe, unapred plaćeni troškovi). Kada se prva skupina obrtnih sredstava podeli sa kratkoročnim obavezama dobija se rigorozni ili reducirani pokazatelj likvidnosti preduzeća. Takođe, ovaj pokazatelj je poznat i po nazivu Acid test, a njegova normala je 1:1. Ako je racio reducirane likvidnosti manji znači da su kratkoročne obaveze veće od iznosa gotovine, gotovinskih ekvivalenata i kratkoročnih potraživanja. U pojedinim industrijama ovo predstavlja problem. S druge strane, u nekim delatnostima, npr. kod prehrambene prodavnice, racio manji od 1 nije nikakav povod za brigu. Nasuprot tome, može biti pokazatelj efikasnosti.

#### *3.3.1.3.Neto obrtna sredstva*

Pretpostavlja se da preduzeće koje ima veći iznos neto obrtnih sredstava, automatski obezbeđuje i srazmerno veći stepen likvidnosti. Ovaj pokazatelj je posebno značajan za kratkoročne poverioce, koji ga pažljivo prate i analiziraju, jer je on indikator kratkoročne likvidnosti i sposobnosti vraćanja dugova. Neto obrtna sredstva omogućavaju zaduživanje kompanije na kratak rok. Banka, koja može biti kratkoročni poverilac (kad odobrava kratkoročne kredite) na ovaj način želi da oceni mogući stepen rizika sa kojim ulaže sredstva.[75]

[74]Stevanović N., Upravljačko računovodstvo, Ekonomski fakultet, Beograd, 2000.god., str.164.
[75]Knežević G., *Analiza finansijskih izveštaja*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009.god., str. 111.

### 3.3.2. Pokazatelji poslovne aktivnosti

Preduzeće ulaže u poslovna sredstva, stalna i obrtna, sa namerom da ih koristi efikasno što implicitno predstavlja težnju da se sa što manjim ulaganjima ostvari što veći obim poslovne aktivnosti.
Finansijski aktivnosti preduzeća obuhvataju sve relativne odnose između prihoda i rashoda, s jedne i pojedinačnih i ukupnih ulaganja u poslovna sredstva, sa druge strane, koji se u stručnoj literaturi nazivaju koeficijentima obrta poslovnih sredstava. Posebno, ipak, valja napomenuti da su utvrđivanje i kontrola ovih koeficijenata vrlo značajni sa stanovišta finansijskkog upravljanja s obzirom na njihov neposredan uticaj na stanje likvidnosti i maksimiziranje rentabilnosti. [76]
S tim u vezi, treba reći da se u literaturi i praksi najčešće primenjuju sledeći koeficijenti (racia) obrta:

- koeficijent obrta kupaca
- koeficijent obrta dobavljača
- koeficijent obrta zaliha
- koeficijent obrta ukupnih obrtnih ( tekućih ) sredstava
- koeficijent obrta stalnih sredstava
- koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava

#### *3.3.2.1.Koeficijent obrta kupaca*

Iznos potraživanja od kupaca zavisi od obima realizacije, politike kreditiranja kupaca i efikasnosti naplate nastalih potraživanja. Dobija se stavljanjem u odnos prihoda od prodaje i prosečnog salda kupaca. Koeficijent obrta kupaca treba analizirati u kontekstu kreditnih uslova odobrenih kupcima. Ako uobičajeni kreditni period iznosi 30 dana, prosečan period naplate treba da bude oko 30 dana. Ako je veći obrt kupaca i ako je prosečan period naplate potraživanja kraći onda se ovi pokazatelji smatraju poželjnim. Suprotno, duži period označava nezadovoljavajuću naplatu potraživanja. Ovi instrumenti služe za utvrđivanje likvidnosti kompanije.

#### *3.3.2.2. Koeficijent obrta dobavljača*

Ovaj koeficijent se odnosi na prosečnu dužinu vremenskog perioda dugovanja dobavljača za koji se vrši plaćanje prema njima. Ovo je veoma značajan pokazatelj aktivnosti preduzeća, jer se iz ovog koeficijenta (racia) vidi brzina izmirenja obaveza prema dobavljačima. [77]
Ako je prosečan kreditni period koji nude dobavljači 30 dana, a ako je prosečno vreme plaćanja veće (po broju dana), to nam pokazuje da je loš kreditni bonitet analiziranog preduzeća.

[76]Krasulja D., Ivanišević M., *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2000. god., str. 26.
[77] Ivaniš, M., *Upravljanje finansijama*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009. god., str. 164.

#### *3.3.2.3.Koeficijent obrta zaliha*

Za mnoga preduzeća zalihe predstavljaju izuzetno značajnu kategoriju poslovnih ulaganja. Koeficijent obrta zaliha se odnosi na prosečno vreme plaćanja, odnosno prosečno vreme kreditiranja od dobavljača. Prosečno vreme predstavlja prosečno vreme koje protekne od nabavke materijala za proces proizvodnje do konačne prodaje gotovih proizvoda kupcima.

#### *3.3.2.4.Koeficijent obrta ukupnih obrtnih sredstava*

Koeficijent obrta ukupnih obrtnih (tekućih) sredstava pokazuje uspešnost upravljanja obrtnim sredstvima. Naime, ovaj pokazatelj izražava koliko su prosečno puta u toku godine obrtna sredstva korišćena za plaćanje troškova i rashoda.

#### *3.3.2.5.Koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava*

Koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava pokazuje efikasnost upravljanja ukupnim sredstvima. On je u stvari sintetički racio pokazatelj svih predhodno izloženih parcijalnih racio pokazatelja koji su ovde izraženi kao veoma značajni. Ovaj koeficijent služi kao globalni pokazatelj efikasnosti sa kojom preduzeće koristi svoja poslovna sredstva.[78] Iz ovoga sledi da veći obim prodaje pretpostavlja i veća ulaganja u poslovna sredstva.

### 3.3.3. Pokazatelji finansijske strukture

Ukupna poslovna sredstva mogu da se finansiraju iz različitih izvora finansiranja, koji se sa stanovišta pripadanja dele na sopstvene i pozajmljene. Upravo se taj odnos, osnos pozajmljenih i sopstvenih izvora naziva finansijskom strukturom preduzeća. Struktura pasive može biti komponovana na različite načine, ali je neophodno pridržavati se zlatnog bilansnog pravila u užem i u širem smislu.
U indikatore finansijske strukture spadaju :

- odnos pozajmljenih prema ukupnim izvorima finansiranja
- odnos obaveza i sopstvenog kapitala ( Debt / Equity Ratio)
- koeficijent pokrića kamata

[78] Ivaniš, M., *Upravljanje finansijama*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009. god., str. 169.

#### *3.3.3.1. Odnos pozajmljenih prema ukupnim izvorima finansiranja*

Kada se pozajmljeni izvori finansiranja podele sa ukupnim izvorima odnosno sredstvima dobija se racio broj ili procenat koji pokazuje relativno učešće pozajmljenih izvora u kompaniji i ne postoji neka unapred data norma ili standard. Stoga ga treba porediti sa prethodnom istorijom kompanije kada je reč o učešću pozajmljenih izvora, kao i sa prosekom u grani u kojoj firma posluje.

#### *3.3.3.2.Odnos obaveza i sopstvenog kapitala*

Ovaj pokazatelj (Debt/Equity Ratio) najčešće izražava stepen dejstva leverage-a, kojim se pokušavaju izmeriti efekti finansiranja iz pozajmljenih izvora na rentabilnost ili stopu prinosa sopstvenog kapitala.

#### *3.3.3.3.Koeficijent pokrića kamata*

Finansiranje iz dugoročnih kredita ili emisijom obveznica prouzrokuje da kompanija ima fiksne periodične rashode na ime kamate, kao fiksnu obavezu koju mora podmiriti. Ovi izdaci za kamatu padaju na teret poslovnog dobitka. Ovaj pokazatelj se upoređuje sa njegovom vrednošću za tu kompaniju u predhodnim godinama. Teško je reći koliko bi to pokriće realno trebalo da iznosi jer ne postoji neki prihvaćeni standard.[79]

### 3.3.4. Pokazatelji rentabilnosti ( uspešnosti )

Rentabilnost kao jedno od ekonomskih načela poslovanja nastoji da postigne takvo poslovanje u kojem se sa što manjim angažovanim sredstvima ostvaruje što veća dobit. Kod rentabilnosti važi pravilo da što je odnos dobiti prema angažovanim sredstvima veći- veća je i rentabilnost. Takođe, važi i obrnuto. Posmatrano sa aspekta preduzeća rentabilnost se ispoljava kao merilo efikasnosti upravljanja.
Pokazatelji rentabilnosti su relativni odnosi dve pozicije gde je u brojiocu dobitak, a u imeniocu neka forma sredstava kompanije. Na ovaj način dobijamo nekoliko bitnih pokazatelja rentabilnosti:

- stopa prinosa na poslovna sredstva ( Return on assets, ROA )
- stopa prinosa na sopstveni kapital ( Return on equity, ROE )

[79]Knežević G., *Analiza finansijskih izveštaja*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009.god., str. 114.

#### *3.3.4.1.Stopa prinosa na poslovna sredstva*

Poslovni dobitak u finansijsko-računovodstvenom smislu predstavlja prinos na ulaganja u ukupna poslovna sredstva koja su korišćena za obavljanje redovne poslovne aktivnosti preduzeća u tekućem periodu. Stopa prinosa na poslovna sredstva (Return on assets-ROA) se dobija stavljanjem u odnos dobitka i prosečne poslovne aktive.

#### *3.3.4.2.Stopa prinosa na sopstveni kapital*

Za razliku od poslovnog dobitka koji predstavlja efekat privređivanja sa ukupnim poslovnim sredstvima, neto dobitak pokazuje efekat ulaganja sopstvenih sredstava u preduzeće. Imajući u vidu da je stalno povećanje sopstvenih sredstava u ukupnim poslovnim sredstvima predominantan finansijski cilj poslovanja preduzeća, proizilazi da relativni odnosi između neto dobitka i sopstvenih sredstava predstavljaju u stvari najznačajniji kvantitativni pokazatelj u finansijskog analizi.[80] Upravo taj odnos predstavlja stopu prinosa na sopstveni kapital (Return on equity-ROE).
Maksimiziranje stope prinosa na sopstveni kapital na dugi rok predstavlja osnovni zahtev vlasnika preduzeća, a dobija se maksimiziranjem stope poslovnoh dobitka i / ili maksimiziranjem koeficijenta obrta aktive koja je finansirana iz sopstvenog kapitala (sopstvena sredstva).

#### *3.3.4.3.Du Pont sistem analize*

Du Pont sisitem analize[81] je tehnika finansijske analize kojom se analizira rentabilnost na osnovu tradicionalnih finansijskih pokazatelja performansi. Du Pont model se zasniva na elementima bilansa stanja i bilansa uspeha kompanije gde se ocene o preduzeću donose na osnovu utvrđivanja povezanosti između finansijskih koeficijenta. U ovom sistemu se svi racio brojevi posmatraju kao sastavni delovi jedne celine, odnosno posmatraju se u paketu.
Du Pont sistem analize predstavlja sredstvo za sagledavanje razloga zbog kojih je došlo do promene u zarađivačkoj sposobnosti sopstvenog kapitala. Raščlanjivanjem stope prinosa na elemente koji je determinišu, dobija se odgovor zašto je došlo do njene promene. Takođe, ovaj model prikazuje i razlike u zarađivačkoj sposobnosti među kompanijama iz iste delatnosti.

[80] Ivaniš, M., *Upravljanje finansijama*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009. god., str. 171.
[81] Smatra se da je Dupont sistem analize (ili kako se naziva još Du Pont finansijske kontrole datira iz 20-tih godina XX veka. Razvio ga je inženjer elektrotehnike Donaldson Braun za potrebe hemijske kompanije ''Du Pont'',a sistem je kasnije razrađivan.

### 3.3.5.Pokazatelji tržišne vrednosti

Pokazatelji tržišne vrednosti su pokazatelji kojima se koriste investitori prilikom ulaganja ograničenih novčanih sredstava. Pokazatelji tržišne vrednosti se često nazivaju i pokazatelji vlasništva. Oni su karakteristični za akcionarska preduzeća.
U ove pokazatelje se ubrajaju:

- neto dobitak po akciji ( earnings per share, EPS )
- odnos tržišne cene po akciji i neto dobitka po akciji ( price/earning ratio, P/E )
- pokazatelj plaćanja dividende ( dividend yield )
- dividendna stopa ( dividends per share/market price per share, DPS/MkPr )
- knjigovodstvena vrednost po akciji (book value per share, BV )

#### *3.3.5.1. Neto dobitak po akciji*

Neto dobitak po akciji (EPS) predstavlja odnos neto dobitka i broja emitovanih običnih akcija. Ovaj pokazatelj meri rentabilnost po jednoj običnoj akciji, odnosno pokazuje koji deo dobitka se može raspodeliti akcionarima u vidu dividendi ili delom akumulirati, što će zavisiti, pre svega, od veličine ostvarenog neto dobitka i politike raspodele. Broj običnih akcija odnosi se samo na emitovane i prodate akcije, odnosno one koje su u rukama vlasnika, što znači da da se ne uzimaju u obzir trezorske akcije. Neto dobitak po akciji je pouzdan pokazatelj uspeha preduzeća, kako za postojeće akcionare i upravu preduzeća, tako i za potencijalne ulagače koji nameravaju da investiraju kapital.

#### *3.3.5.2. Odnos tržišne cene i neto dobitka po akciji*

Odnos tržišne cene i neto dobitka po akciji (P/E) je veoma važan za buduće ulagače kapitala u preduzeće. Ako je on veći to pokazuje da akcionari imaju veća očekivanja od ovog preduzeća. Veći P/E ukazuje na budući rast neto dobitka, što znači da potencijalni ulagači imaju poverenje u preduzeće.

#### *3.3.5.3. Pokazatelj plaćanja dividende*

Pokazatelj plaćanja dividendi koji predstavlja odnos isplaćene dividende po akciji i neto dobitka po akciji dobitak je deo politike raspodele koja se razlikuje od preduzeća do preduzeća.

#### *3.3.5.4. Dividendna stopa*

Dividendna stopa se izračunava stavljanjem u odnos divindende po akciji i tržišne cene po akciji . Ovaj racio pokazuje tekući prinos koji akcionar ostvaruje u procentu u odnosu na tržišnu vrednost

akcije koju poseduje. Ona predstavlja značajan pokazatelj za buduće ulagače, naročito one koji preferiraju isplatu dividendi u odnosu na povećanje kapitalnog dobitka.

#### *3.3.5.5. Knjigovodstvena vrednost po akciji*

Knjigovodstvena vrednost po akciji (Book value per share- BV) predstavlja odnos sopstvenog kapitala i broja emitovanih običnih akcija. Ukoliko bi došlo do likvidacije preduzeća, kada bi se podmirili svi poverioci, običnim akcionarima bi ostale akcije u vrednosti ovog pokazatelja. Ovaj pokazatelj se koristi kod određivanja likvidacione vrednosti kompanije, koja predstavlja stvarni iznos koji će primiti obični akcionari preduzeća ako dođe do njene likvidacije. Ako se zanemare eventualni troškovi koji bi nastali u postupku stečaja, ovo bi mogla biti minimalna vrednost po jednoj običnoj akciji.

#### *3.3.5.6. Tržišna kapitalizacija*

Tržišna kapitalizacija predstavlja proizvod broja emitovanih akcija u prometu i tržišne cene po akciji. Tržišna kapitalizacija (Market capitalization) je vrednost kompanije koja se određuje na osnovu vrednosti običnih (kotiranih) akcija preduzeća. Institucionalni investitori rado koriste tržišnu kapitalizaciju kao jedan od investicionih kriterijuma, zahtevajući da kompanija ima tržišnu kapitalizaciju, na primer, od 100 miliona dolara i više, kao preduslov za ulaganje u njene akcije. Analitičari posmatraju tržišnu kapitalizaciju u odnosu na knjigovodstvenu vrednost da bi videli kako investitori ocenjuju buduće poslovanje kompanije.

## 3.4. Cash flow analiza

Izveštaj o novčanim tokovima se definiše kao izvedeni finansijski izveštaj u kojem su prikazani prilivi i odlivi gotovine po osnovu poslovne, investicione i finansijske aktivnosti u toku obračunskog perioda. On je obavezan finansijski izveštaj i zajedno sa bilansom stanja, bilansom uspeha, napomenama i izveštajem o promenama na kapitalu čini godišnji izveštaj preduzeća.

Izveštaj o novčanim tokovima ima tri dela:

- tokovi gotovine iz poslovne aktivnosti
- tokovi gotovine iz investicione aktivnosti i
- tokovi gotovine iz finansijske aktivnosti.

Poslovne aktivnosti preduzeća čine glavne transakcije iz kojih proizilaze poslovni prihodi i rashodi, kao što su: prodaja gotovih proizvoda i usluga, plaćanje obaveza prema dobavljačima, transakcije plaćanja različitih troškova poslovanja i plaćanja drugih obaveza.
Investiciona aktivnost se odnosi na vrednovanje i selekciju ulaganja čiji je rok duži od jedne poslovne godine, odnosno ulaganja čiji se efekti očekuju u dugoročnom vremenskom periodu. U

ovu grupu transakcija spadaju: nabavka i prodaja nekretnina, postrojenja, opreme, nematerijalnih sredstava, ulaganja u dugoročne finansijske instrumente (akcije, obveznice), kao i aktivnosti prodaje pomenutih na finansijskom tržištu.
Finansijsku aktivnost preduzeća čine transakcije preduzeća kojima se determinišu odnosi preduzeća i njegovih partnera koji obezbeđuju izvore finansiranja, kao što su akcionari i kreditori. Takođe, ove aktivnosti imaju za posledicu promenu veličine i strukture izvora finansiranja preduzeća, odnosno njegovog sopstvenog i pozajmljenog kapitala.

### 3.4.1. Analiza izveštaja o novčanim tokovima

Analiza novčanih tokova se još naziva i procenom solventnosti. Solventnost je sposobnost preduzeća da dugoročno pokriva sve svoje dospele obaveze plaćanja u rokovima njihovog dospeća.

Procena solventnosti ili analiza novčanog toka sastoji se iz tri područja:[82]

- operativne performanse
- finansijska fleksibilnost
- procena likvidnosti

Operativne performanse kompanije odnose se na sposobnost preduzeća da raste i razvija se kroz poslovne aktivnosti. Ako preduzeće ostvaruje velike prilive gotovine od prodaje gotovih proizvoda, roba i usluga, a odlive od aktivnosti plaćanja troškova sadržanim u prodatim gotovim proizvodima ili nabavnoj vrednosti prodate robe, onda to preduzeće ima veoma dobre operativne performanse.
Tokovi iz poslovnih aktivnosti moraju biti pozitivni, jer je jedino to pozitivan signal investitorima i kreditorima da osnovna delatnost preduzeća može da generiče gotovinu.[83]
Finansijska fleksibilnost se odnosi na procenu sposobnosti preduzeća da generiše gotovinu iz drugih izvora koji nisu deo poslovne aktivnosti preduzeća.
Likvidnost je deo finansijske fleksibilnosti i definiše se kao kratkoročni aspekt posmatranja novčanih tokova preduzeća. Likvidnost predstavlja sposobnost kompanije da pretvori svoju aktivu u gotovinu.
Pored pokazatelja aktivnosti, koji su u radu već bili pomenuti, analiza novčanih tokova preduzeća se dopunjava i sa analizom specifičnih finansijskih koeficijenata koji se odnose na pozicije iz izveštaja o novčanim tokovima.
Slobodan novčani tok (free cash flow) je značajno merilo uspešnosti preduzeća koji investitori veoma rado koriste u analizi atraktivnosti akcija preduzeća na finansijskim tržištima. Ovaj

[82] Knežević G., *Analiza finansijskih izveštaja*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009.god., str. 139.
[83] Ibid.

novčani tok se definiše kao merilo ostatka gotovine iz poslovnih aktivnosti kada se isplate dividende i kada se izvše ulaganja u rast preduzeća.[84]

## 3.5.Analiza pomoću neto obrtnog fonda

Neto obrtni fond (working capital) se definiše kao razlika dugoročnih izvora finansiranja (dugoročne obaveze i sopstveni kapital) i stalnih sredstava. Ako je pozitivna veličina, predstavlja deo obrtnih sredstava koja su finansirana iz dugoročnih izvora. Takođe, u praksi nailazimo i na upotrebu termina neto obrtna sredstva, koji predstavlja razliku između obrtnih sredstava i kratkoročnih obaveza.
U oba slučaja, neto obrtni fond je značajan instrument finansijske analize kompanije. On je deo zahteva zlatnog bilansnog pravila finasiranja u širem smislu koje zahteva da se dugoročno vezana aktiva (nekretnine, postrojenja, oprema i nematerijalna sredstva) mora finansirati iz dugoročnih izvora (sopstveni kapital i rezerve). Zadovoljenjem zlatnog bilansnog pravila ostvaruje se dugoročna finansijska ravnoteža u kompaniji.[85]

## 3.6. Analiza leverage-a

U najuopštenijem smislu možemo reći da se pojam rizika odnosi na manju ili veću neizvesnost u pogledu očekivanog ishoda poslovne aktivnosti. Suština te neizvesnosti proističe iz nedovoljnosti i nepouzdanosti informacija na bazi kojih se donose poslovne odluke. Mnoštvo tih odluka je sračunato na ostvrarivanje budućih rezulata privređivanja, odnosno poslovnog i neto dobitka. [86]

Shodno tome razlikujemo tri vrste rizika i leverage-a:

- poslovni rizik i poslovni leveridž
- finansijski rizik i finansijski leveridž
- kombinovani rizik i kombinovani leveridž

Poslovni rizik održava inherentno prisutnu neizvesnost u pogledu očekivanog poslovnog dobitka, ako prinosa na ukupna poslovna sredstva. Pri tome, okosnicu ovog rizika čine fiksni troškovi poslovanja koji ostaju kruti tj. neelastični na kratkoročne oscilacije u obimu poslovne aktivnosti preduzeća. Finansijski rizik je determinisan neizvešnošću budućeg neto dobitka, kao prinosa na sopstvena poslovna sredstva. Njegovo dejstvo je opredeljeno prisustvom fiksnih rashoda finansiranja koji se sa svoje strane, ne mogu prilagoditi kratkoročnim fluktuacijama poslovnog dobitka. Preduzeće koje angažuje obe vrste fiksnih rashoda, poslovne i finansijske, izlaže se,

[84] Knežević G., *Analiza finansijskih izveštaja*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009.god., str.142.
[85] Ibid, str. 139.
[86] Krasulja D., Ivanišević M., *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2000. god., str. 59.

očigledno, i dvostrukom riziku, kako poslovnom, tako i finansijskom, čije se kombinovano dejstvo i naziva kombinovani rizik.[87]

U domenu ispitivanja leveridža pomenućemo i vrednost Altmanovog Z-score modela za predviđanje bankrotstva kompanije. Model je zbir pokazatelja koji se ponderišu i na taj način predviđaju bankrotstvo kompanije. Ovaj model ima za cilj da ocenjuje finansijsko zdravlje preduzeća, kao i za ocenu njegovog boniteta.

[87]Krasulja D., Ivanišević M., *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2000. god., str. 59.

# III DEO- UPRAVLJANJE RIZICIMA ULAGANJA U HARTIJE OD VREDNOSTI

# 1. UVODNA RAZMATRANJA O POJMU RIZIKA

## 1.1.Pojam i upravljanje rizikom

Svako ulaganje nosi sa sobom određeni stepen rizika. U ekonomiji je odavno, rizik okarakterisan kao posledica opasnosti koju treba izbeći, ali je istovremeno vezan i za šansu koju treba iskoristiti da bi se ostvario odgovarajući prinos. Preciznije, rizik se može definisati kao mogućnost da sredstva neće zaraditi očekivanu stopu prinosa ili će možda nastati gubitak.[88] Rizik predstavlja neplaniranu i iznenadnu poslovnu aktivnost, koja ima čitav niz definicija :

- verovatnoća gubitka ili izloženost gubitku
- opasnost koja može prouzrokovati gubitak
- imovina ili osoba izložena gubitku
- psihološka neizvesnost
- gubitak potencijalnog iznosa novčane mase i dr. [89]

Rizik bi trebalo razlikovati od neizvesnosti. Neizvesnost predstavlja stanje u budućnosti koje određuju poznati činioci, ali je neizvestan intenzitet i poreklo, odnosno, to je sumnja u mogućnost ostvarenja određenih budućih događaja usled nedostatka potrebnih informacija. Neizvesnost postoji kada se ne može sa sigurnošću znati ishod određenog događaja. Kada rizik postoji, moraju postojati bar dva moguća ishoda (ukoliko sigurno znamo da će se gubitak dogoditi, tada rizik ne postoji).

Upravljanje rizikom se može definisati kao kupovina osiguranja, dok se u širem smislu, pod upravljanjem rizikom podrazumevaju četiri međusobno povezana elementa tj. skup aktivnosti:

- ***Identifikacija***: utvrđivanje svih postojećih i potencijalnih rizika kojima je investitor izložen i kojima bi mogao biti
- ***Kvantifikacija*** (evaluacija): koja obuhvata merenje i analizu gubitaka u prošlosti, kako bi se predvidela budućnost
- ***Finansiranje***: pokriće rizika obezbeđivanjem rezervi, uključujući i osiguranje

[88] Muminović S, Milićević L, Zeremski A, *Rizici ulaganja u obveznice i akcije*, Ekonomski institut, Beograd, 2013. god., str. 27.
[89] Ibid.

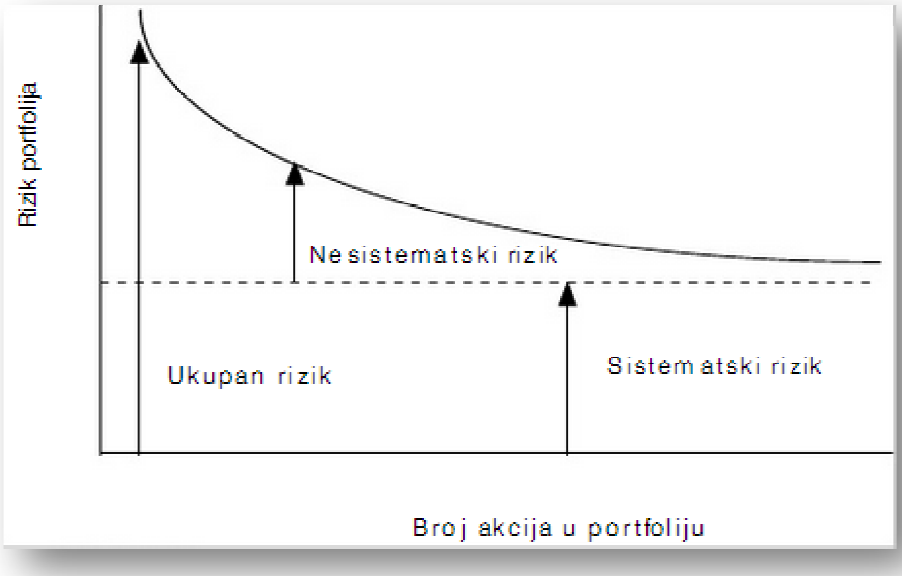
- ***Kontrola***: praćenje tretmana rizika i eventualnih izmena u aktivnostima, sa obaveznim povratnim informacijama

Osnovni cilj prilikom upravljanja rizikom je zaštita resursa kojima investitor raspolaže, kao i zaštita od gubitka prihoda. Iz ovoga sledi da je za investitora glavni cilj da nauči kako da prepozna i minimizira rizik.

## 1.2. Vrste rizika

Prilikom svakog investiranja kapitala investitori se susreću sa dve vrste rizika- nesistematskim i sistematskim.[90] Ne može se svim vrstama rizika podjednako upravljati. Nesistematski rizik je specifičan za svaku pojedinu delatnost, odnosno hartiju od vrednosti. Njime se može upravljati na različite načine. Jedan od osnovnih je diversifikacija. Nesistematski rizik prouzrokuju događaju koji se odnose na samo jedan privredni subjekat: štrajkovi, promene u pravnim propisima, poslovanje preduzeće sa gubitkom, promene u menadžmentu i dr. Sistematski rizik predstavlja zapravo tržišni rizik i njime se ne može upravljati. U pitanju je verovatnoća neuspeha koji važi za celu nacionalnu ekonomiju ili sve učesnike na tržištu kapitala, a može biti prouzrokovan: ratom, povećanjem stope inflacije, političkim sukobima i dr. Oba rizika deluju istovremeno, tako da su investitori izloženi i jednom i drugom riziku, odnosno ukupnom ili totalnom riziku. Iz navedenog proizilazi da se totalni rizik može posmatrati kao zbir nesistematskog i sistematskog rizika:

Grafik br. 1: Grafički prikaz ukupnog, sistematskog i nesistematskog rizika




[90] Ivanišević M, *Poslovne finansije*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, 2010. god., str. 286.

## 1.3. Identifikacija rizika

Identifikacija rizika, kao prvi korak procesa upravljanja rizikom, može biti veoma jednostavna, a sa druge strane i veoma složena. Potrebno je ustanoviti o koliko rizika je reč, jednom ili više, kao i koliko su oni isprepletani.
Svi rizici na finansijskim tržištima se mogu grupisati u pet grupa:

- osnovni (bazični)
- specifični rizici kojima su preovlađujuće izloženi investitori u akcije, ali i u manjem intezitetu i investitori koji ulažu u obveznice
- specifični rizici kojima su preovlađujuće izloženi investitori u obveznice, ali i u manjem intezitetu i investitori koji ulažu u akcije
- specifični rizici kojima su izloženi samo investitori u akcije i
- specifični rizici kojima su izloženi samo investitori u obveznice[91]

Bazični rizici su oni kojima su svi investitori izloženi, bez obzira koju hartiju od vrednosti izabrali. Specifični rizici se sve više vezuju za pojedine vrste hartija od vrednosti, sa veoma malom razlikom između njih.

# 2. KVANTIFIKACIJA RIZIKA

## 2.1.Standardna devijacija i koeficijent varijacije kao mere rizika

Najjednostavnije rečeno, rizik predstavlja verovatnoću da će se određeni poslovan događaj desiti ili ne. Dve najčešće korišćene mere rizika su standardna devijacija i koeficijent varijacije. Standardna devijacija predstavlja meru disperzije oko očekivanog rezultata. Što je veća, veća je i disperzija, a verovatnost događanja željenog događaja manja. Predstavlja osnovnu meru, koja se u različitim formama koristi za procenu rizika ulaganja.
Standardna devijacija je mera odstupanja neke veličine od srednje vrednosti. Varijansa, odnosno standardna varijacija se može izraziti:

$$\mathrm{Var}(r) = \sigma^2 = \sum_{i=1}^{N} \frac{(r_i - \bar{r})^2}{N - 1}$$

[91] Muminović S, Milićević L, Zeremski A, *Rizici ulaganja u obveznice i akcije*, Ekonomski institut, Beograd, 2013. god., str. 29.

gde su:

$r_i$ – stopa prinosa za scenario i

$\bar{r}$ – očekivana vrednost prinosa

N – ukupan broj opservacija prinosne stope u određenom periodu (N-1 se uzima zbog umanjenje za jedan stepen slobode, odnonso zbog ocene jednog dodatnog parametra u imeniocu- srednje vrednosti, da bi se dobila nepristrasna ocena osnovnog skupa prinosnih stopa)

Za pojedinačni finansijski instrument, standardna varijacija je validna mera rizika, koja predstavlja apsolutni pokazatelj. Pogodna je ukoliko se porede serije sa istom aritmetičkom sredinom (očekivanim prinosom), dok se kod upoređivanja serija sa različitim aritmetičkim sredinama koristi relativan pokazatelj disperzije, odnosno koeficijet korelacije:

$$CV = \frac{\sigma}{\bar{r}}$$

Nedostatak standardne varijacije predstavlja to što na identičan način posmatra pozitivno i negativno odstupanje od očekivane vrednosti, dok je njena prednost da uzima u obzir sve opservacije, a ne samo nekoliko.
Za razliku od standardne varijacije, koeficijent varijacije je pogodniji za različita poređenja, jer je izražen relativnim brojevima. On predstavlja odnos standardne devijacije i aritmetičke sredine. Obično se izražava u procentima.

## 2.2.VaR metoda kvantifikacije rizika

Savremene finansije i istraživanja u oblasti rizika omogućili su razvoj sofisticiranih kvantitativnih pristupa merenja rizika i verovatnoće neizvršenja događaja. Ključni faktor u upravljanju rizikom postaje *VaR* (*Value at Risk*). Vrednost rizika (Rizikovana vrednost, Vrednost pod rizikom) je na verovatnoći bazirana metrika za kvantifikaciju tržišnog rizika portfolia. [92]

Smatra se korisnim instrumentom kvantifikacije tržišnog rizika iz sledećih razloga:

- **Doslednost- postojanost kao mera rizika**. Izražavanjem rizika korišćenjem mogućeg gubitka, ili suprotnog prinosa, VaR olakšava direktna poređenja rizika različitih portfolia (akcija vs. obveznica) i različitih finansijskih proizvoda i na jednostavan način omogućava zbrajanje rizika, bilo da je reč o različitim finansijskim instrumentima ili rizicima različite prirode (tržišni, kreditni, operativni rizik).

[92] Muminović S, Milićević L, Zeremski A, *Rizici ulaganja u obveznice i akcije*, Ekonomski institut, Beograd, 2013. god., str. 34.

- **Baziranost na teoriji verovatnoće**. Bez obzira koliko je stepen poverenja određen za neki portfolio, VaR omogućava da određeni mogući dobitak u horizontu rizika bude povezan sa tim stepenom poverenja.[93]

VaR je veoma atraktivna mera rizika koja se koristi za predviđanje rizika u definisanom narednom periodu (dan, mesec, godina ili bilo kom drugom) i sa kojom verovatnoćom. Vrednost pod rizikom definiše maksimalni očekivani gubitak na nekoj aktivi u određenom vremenskom intervalu i sa datim intervalom poverenja. To je najveći gubitak portfolia koji se može očekivati pod tim uslovima. O procenjenom gubitku možemo govoriti samo kao o potencijalnom, jer je VaR ocena sa određenim nivoom poverenja. Međutim, zbog svoje jednostavnosti, ovaj metod se u praksi najčešće koristi.
Prednosti VaR modela su svakako te da on nudi konzistentan i integrisan pristup upravljanju rizicima, što vodi boljem i sigurnijem ukupnom poslovanju. Nedostaci ovog modela tj. proračuni koji se dobijaju smatraju se nepreciznim zbog korišćenja istih podataka prilikom različitih procena rizika. Ovo može dovesti do većih gubitaka, ukoliko ga investitori shvate kao jedino relevantno merilo rizika.

# 3. BAZIČNI RIZICI ULAGANJA U HARTIJE OD VREDNOSTI

## 3.1.Konjukturni rizik

Konjukturni rizik predstavlja rizik da će hartije od vrednosti izgubiti na vrednosti usled globalnih, regionalnih ili lokalnih recesija. Tipične karakteristike koje prate recesione uslove su: značajan pad potrošnje i nagomilavanje zaliha, porast nezaposlenosti i pad traže za radom, pad ponude i tražnje sirovina, smanjivanje dobiti iz poslovanja, što sve rezultira padom cena akcija i obveznica.
Kao indikatori ciklusa koriste se: bruto domaći proizvod, indeks industrijske proizvodnje, indeks industrijske proizvodnje potrošnih dobara i stopa iskorišćenosti kapaciteta.

## 3.2. Rizik promene deviznog kursa

Prilikom investiranja u hartije od vrednosti koje glase na stranu valutu, investitor se izlaže riziku deviznog kursa. Rizik deviznog kursa (*Exchange rate risk*) predstavlja potencijalni gubitak na nepokrivenoj i nezaštićenoj otvorenoj deviznoj poziciji u slučaju da valuta na koju glasi devizna

[93] Muminović S, Milićević L, Zeremski A, *Rizici ulaganja u obveznice i akcije*, Ekonomski institut, Beograd, 2013. god., str. 35.

pozicija depresira. Jedna od bitnih derminanti koje određuju potencijalnu izloženost riziku deviznog kursa je usvojeni režim deviznog kursa zemlje. [94]
Posmatrajući iz ugla investitora, izloženost riziku je manja ukoliko je izabrana hartija od vrednosti nomirana u valutu koja je fiksno vezana za domicilnu valutu investitora. Međutim, ni to ne omogućava maksimalnu sigurnost. Individualnu investitor bi trebalo da se usmeri na investiranje u one hartije od vrednosti koje glase na stabilnije valute, dok mera zaštitite kod velikih investitora su regulisane finansijskim proizvodom- hedžingom.
Hedžing predstavlja transakciju kojom se umanjuje ili otklanja rizik nastanka gubitka. To je zapravo osiguranje od rizika.
Hedžing deviznog kursa predstavlja transakcije kojima se umanjuje rizik promene deviznog kursa. Osnovni derivati koji se koriste radi zaštite od kursnog rizika su:

- devizni terminski ugovori (forvardi): koji omogućavaju kupovinu ili prodaju jedne valute za drugu po unapred određenom kursu sa datumom izvršenja na određeni dan u budućnosti
- valutni svopovi: koji podrazumevaju ugovaranje istovremene kupovine i prodaje dve valute po unapred određenim kursevima na dva različita datuma u budućnosti
- valutne opcije : koje kupcu opcije daju pravo (ali ne i obavezu) da kupi ili proda određenu valutu po unapred određenom kursu u okviru unapred određenog perioda ili na unapred određeni dan u budućnosti, za šta kupac opcije plaća premiju[95]

## 3.3. Rizik zemlje i rizik suvereniteta

Rizik zemlje (*Country risk*) predstavlja rizik da dužnik neće biti u mogućnosti da izmiri svoju obavezu prema inostranom kreditoru zbog političkih, socijalnih, pravnih i ekonomskih poremećaja u njegovoj zemlji. On je uslovljen rejtingom nacionalne privrede u svetskom okruženju, kao i stanjem u konkretnom preduzeću.

U okviru analize i procene rizika posmatraju se:

- Rizik suvereniteta
- Politički rizik

Rizik suvereniteta predstavlja rizik izostanka sposobnosti i/ ili volje otplate dospelog duga države. Svakako, ova vrsta rizika označava gubitak poverilačkih odnosa prema 'suverenim' emitentima, kao što su centralna banka, odnosno Vlada.

[94] Muminović S, Milićević L, Zeremski A, *Rizici ulaganja u obveznice i akcije*, Ekonomski institut, Beograd, 2013. god., str. 51.
[95] www.nbs.rs

Politički rizik je rizik uvođenja neočekivanih političkih promena ili nestabilnosti u državi koji mogu uticati na tržište kapitala i položaj investitora.
U razvijenim zemljama postoje brojni postupci za svih elemenata investicione klime u zemljama ulaganja. Najpoznatiji su svakako: Lehman Brothers and Eurasia Group (indeks stabilnosti), Standard & Poor's (rejting suvereniteta), Business Environment Risk Intelligence (BERI) indeks, metodologija časopisa Euromoney (rejting rizika zemlje), Business International, EKN Cover Possibilities, Ducroire-Delcredere Country Risk, Fitch Ratings, Svetske banke, OECD-a, Međunarodnog monetarnog fonda i drugi.
Trebalo bi istaći da poseban pečat svakoj investicionoj klimi daje nivo korupcije u dotičnoj zemlji. One zemlje koje su čistije privlače više investicija nego razvijene zemlje u kojima je korupcija izraženija.
Indeks stabilnosti ***Lehman Brothes and Eurasia Group*** evaluira sposobnost zemlje da izbegava krize. Veća vrednost indeksa ukazuje na veću stabilnost privrede.
***Standard & Poor's*** rejting suvereniteta pokriva dug u domicilnoj i inostranoj valuti izdat od strane 77 zemalja i predstavlja ocenu sposobnosti vlade i njene volje da izmiri obaveze u skladu sa ugovorenim uslovima. Postoje kvantitativni i kvalitativni pristupi. Kvantitativni uključuje brojna vrednovanja ekonomskih i finansijskih performansi, dok kvalitativni pristup ukazuje na buduću sposobnost servisiranja duga. Kvalitativne ocene mogu biti od AAA za najvišu, do C za najmanju vrednost.
Metodom ***Business Environment Risk Intelligence*** rangiranja, analiziraju se elementi tri komponente rizika zemlje: poslovna klima, politička stabilnost i rizik deviznog kursa.
***Euromoney*** je časopis koji je razvio sopstveni sistem ocenjivanja rizika ulaganja u neku zemlju. Na rizik zemlje utiču dva faktora: politički i ekonomski. U političke faktore spadaju nacionalno jedinstvo, kvalitet Vlade i nivo socijalnog nezadovoljstva. U procenu ekonomskog rizika uključene su: ekonomski razvoj, stanje ekonomskih odnosa sa inostranstvom i zaduženost.

## 3.4. Inflatorni rizik

Inflatorni rizik predstavlja rizik da će inflacija obezvrediti vrednost hartija od vrednosti i/ili njihov prinos. Ona predstavlja opšti rast cena. Direktno utiče na vrednost obveznica, a indirektno na vrednost akcija.
Inflacija može pogoditi privredu neke zemlje u tri oblika: kao umerena, galopirajuća i hiperinflacija. Umerena inflacija podrazumeva spori i skromni rast cena. To su jednocifrene godišnje stope inflacije. Galopirajuća inflacija predstavlja dvocifrene ili trocifrene stope godišnjeg rasta cena. Ovaj oblik može, ali i ne mora da ugrozi ekonomsku aktivnost. Hiperinflacija predstavlja stanje 'van kontrole', gde cene veoma brzo rastu, a valuta gubi vrednosti.

Za institucionalne investitore umerena ili galopirajuća ne mora da predstavlja problem, što nije slučaj i sa individualnim investitorom, kojem nije preporučljivo ulaganje uz prisustvo galopirajuće.

## 3.5. Rizik likvidnosti

Rizik likvidnosti (*Liquidity risk*) je rizik nemogućnosti prodaje finansijskih instrumenata na sekundarnom tržištu kapitala usled smanjenja aktivnosti istog ili neefikasnosti tržišta. Nelikvidnost se manifestuje u slabom volumenu trgovanja ili u jednom ili više dana kada se hartijom ne trguje. Ta situacija nije tipična za razvijena finanasijaska tržišta. S toga, veoma je važno da investitori, koji trguju na tržištima u nastajanju, razumeju rizik koji proizilazi iz problema nelikvidnosti.

## 3.6. Rizik aktivnosti velikih investitora

Rizik aktivnosti 'velikih' investitora tj. rizik psihologije tržišta predstavlja rizik promene vrednosti hartija od vrednosti, usled špekulativnih aktivnosti velikih investitora, odnosno korporativnih akcija na berzi. Oni mogu namerno da obaraju cene hartija i tim akcijama podstiču druge investitore na donošenje pogrešnih odluka.

## 3.7. Operativni rizik

Operativni rizik je rizik gubitaka koji nastaje usled neadekvatne poslovne organizacije, odnosno niza pogrešnih akcija, koji su nastali usled ljudskih ili mašinskih operacija, grešaka u procedurama. Uključuje, takođe i zakonski rizik i sve greške koje mogu da proisteknu iz trgovanja, plaćanja, od strane zaposlenih, kriminala, prevara, IT grešaka itd.

## 3.8. Ostali bazični rizici[96]

U ostale bazične rizike spadaju sledeći rizici :

- **Rizik koncentracije ulaganja-** (portfolio rizik) predstavlja rizik koji proizilazi iz nedovoljnog divesifikovanja plasmana. Ovaj rizik je usko povezan sa svim predhodno i

[96] Muminović S, Milićević L, Zeremski A, *Rizici ulaganja u obveznice i akcije*, Ekonomski institut, Beograd, 2013. god., str. 65-66.

dole navedenim rizicima, a ukoliko se na adekvatan način upravlja njim, smanjuje se izloženost ostalim navedenim rizicima. [97]

- **Rizik informacionih tehnologija**- proizilazi iz ljudske greške, jer je tehnologija ljudska tvorevina.
- **Rizik čuvanja (fizičkog oštećenja)**- ovaj rizik je u današnje vreme minimalan, jer su hartije od vrednosti dematerijalizovane.
- **Rizik prirodnih katastrofa**- Prirodne nepogode kao što su uragani, zemljotresi, klizišta i suše imaju uticaja ne samo na ljudsku populaciju, već i na ekonomiju uopšte. Primeri su katastrofe koje su snižavale indekse i izazivale velike gubitke investitorima i tržištima.
- **Pravni rizik**- (*Legal risk*) predstavlja rizik ostvarivanja gubitaka usled neočekivane promene zakona ili zbog toga što kupljene hartije od vrednosti nisu izdate uz poštovanje važeće regulative.
- **Custody risk**- je rizik od gubitka založenih hartija od vrednosti koje se nalaze na čuvanju kod ugovorom određenog stratelja, zbog njegove nesolventnosti, nemara ili prevare. Klasično osiguranje od odgovornosti prema trećim licima otklanja ovu vrstu rizika.
- **Tržišni rizik**- predstavlja rizik pada cena na celom tržištu ili nekom njegovom segment kojem pripada određena hartija koja nije uslovljena fundamentalnim razlozima, odnosno samom vrednosti hartije. Špekulanti su veoma osetljivi na ovu vrstu rizika, što se ne može tvrditi i za investitore.
- **Rizik slabog upravljanja emitentom od strane menadžmenta**- predstavlja rizik da menadžment može svojim ponašanjem uticati na cenu vrednosnih papira. Dobar i spretan menadžment uliva poverenje i na taj način omogućava da vrednost akcija ili obveznica raste. Međutim, ovo može biti lažni signal poverenja koji nema iza sebe realne temelje.
- **Transakcioni rizik**- predstavlja rizik da visoki troškovi poništе u potpunosti pozitivan prinos i time obesmisle investiciju.

# 4. SPECIFIČNI RIZICI ULAGANJA U AKCIJE

## 4.1.Rizik neisplaćivanja dividendi

Rizik neisplate dividende je rizik da preduzeće neće biti u mogućnosti da isplati deo godišnje dobiti akcionarima. Jedan od osnovnih motiva ulaganja u akcije je svakako dividenda. Očekuje se da ona treba biti isplaćena tokom jedne godine. Na godišnjoj skupštini akcionara se odlučuje o tome da li će dividende biti isplaćene ili ne. Dva su motiva za neisplatu: iskazan gubitak ili želja za investiranjem.

[97] Muminović S, Milićević L, Zeremski A, *Rizici ulaganja u obveznice i akcije*, Ekonomski institut, Beograd, 2013. god., str. 65-66.

Politika dividendi predstavlja stav preduzeća o tome kolika će biti visina i koji će biti način isplate dividendi akcionarima, uz definisanje stepena stabilnosti dividendi. Cilj politike dividendi je napraviti optimizaciju između dividendi i zadržane dobiti zbog maksimiziranja vrednosti preduzeća. Politiku dividendi sprovodi menadžment, a odluku o njenom izvođenju donose vlasnici.[98]

Postoje tri teorije koje zastupaju stav da politika dividendi može uticati na vrednost akcija :

- Teorija irelevantnosti dividendi (*Dividend Irrelevance Theory*)
- Teorija ptice u ruci
- Teorija preferiranja nižeg poreza

Teorija irelevantnosti dividendi (Modigliani-Miller): prema ovoj teoriji politika ne utiče na vrednosti akcija niti na trošak kapitala. Teorija zastupa stav da ukoliko se dividende ne isplate, iznos zadržane dobiti uveća vrednosti njihovih akcija, koje mogu prodati kasnije po uvećanoj vrednosti. Ukoliko im se isplati dividenda, smanjuje se vrednost njihovih akcija.

Teorija ptice u ruci (Gordon-Linther) tj. tradicionalna teorija je u suprotnosti sa prethodnom. Teorija polazi od toga da akcionari više preferiraju sigurni dobitak (isplatu dividende na vreme), nego neizvesnost dividendi u budućnosti.

Teorija preferiranja nižeg poreza (Litzenberger-Ramaswamy) zasniva se na tri tvrdnje razlozima zašto investitori mogu preferirati niže dividende od viših. Kapitalni dobitak je po pravilu niže oporezivan od dividendi. Taj porez se plaća tek nakon prodaje akcija. Ukoliko se akcija ne proda, porez se ne plaća. Zbog tih poreskih prednosti pojedini investitori se radije opredeljuju za akcije sa niskom dividendom i visokom zadržanom dobiti.[99]

## 4.2.Rizik stečaja

Rizik stečaja je rizik pada vrednosti finansijskih instrumenata na sekundarnom tržištu usled lošeg poslovanja preduzeća tj. otvaranja stečaja. Smatra se da je cilj svakog preduzeća da posluje neograničeno, po going concern principu. Međutim, svako preduzeće prolazi i kroz faze životnog ciklusa, od kojih poslednja predstavlja prestanak poslovanja. Uzroci koji mogu dovesti do stečaja su najčešće ekonomske i finansijske prirode, ali ne bi trebalo iskuljučivati nemar, katastrofe, prevare itd. Međutim, da li će kompanija otići u stečaj ne zavisi samo od njenih poslovnih performansi, već i od zakonske regulative.

[98] Muminović S, Milićević L, Zeremski A, *Rizici ulaganja u obveznice i akcije*, Ekonomski institut, Beograd, 2013. god., str. 67.
[99] Ibid., str. 68.

Stečaj predstavlja jedan od zakonom propisanih instituta prestanka insolventnog privrednosg društva. Vodi se u cilju ostvarenja sudske zaštite imovinskih interesa stečajnih poverilaca. Taj cilj se ostvaruje zakonomu rešenom postupku. Stečajni postupak obuhvata bankrotstvo, odnosno reorganizaciju. Pod bankrotstvom se podrazumeva namirenje poverilaca prodajom celokupne imovine stečajnog dužnika, dok reorganizacija podrazumeva namirenje poverilaca, na način i pod uslovima određenim planom reorganizacije. Bankrotstvo ili reorganizacija se sprovode nad stečajnim dužnikom koji je nesposoban za plaćanje. [100]
Rizik stečaja utiče kako na akcije, tako i na obveznice, s tim što obveznice kao dug preduzeća imaju prednost u isplatnom redu, odnosno manje su izložene ovoj vrsti rizika.

## 4.3.Rizik računovodstvenih prevara

Rizik računovodstvenih prevara predstavlja rizik da će investitor, prilikom ulaganja u hartije od vrednosti izabranog preduzeća, biti obmanut usled namerno lažnog prikazivanja stvarnog stanja imovine i obaveza, kao i finansijskog položaja preduzeća u godišnjem finansijskom izveštaju. Kroz prekrojene finansijske izveštaje investitor je doveden u zabludu prilikom kupovine hartija od vrednosti tih emitenata i može pretrpeti gubitak.
Međutim, da bi se dobila željena slika poslovanja određenog preduzeća često se vrši prilagođavanje finansijskih izveštaja tog preduzeća, na način da se koriste legalne mogućnosti izbora fleksibilnih računovodstvenih metoda, postupaka i procena. Često se ističe značaj povoljnih informacija, a skrivaju se nepoljne, što dovodi da se prelazi granica legalnosti i ulazi se u područje kriminala. Isto je nezahvalno odrediti koja je to granica, jer sve transakcije nemaju isti značaj za sva preduzeća. Međutim, kriminalno područje je dotaknuto upravo ukoliko se prekorače regulatorni okviri radi stvaranja lažne slike o izveštajnom objektu. Računovodstvene radnje koje namerno odstupaju od standarda u cilju prikazivanja eksternim korisnicima željene, ne realne slike preduzeća nazivaju se kreativno računovodstvo. Razlikujemo kreativno od manipulativnog računovodstva upravo po posledicama koje nose. Manipulativno računovodstvo se ne tiče samo vlasnika, države, odnosno lica koje su direktno pogođena prevarom, već je njegov uticaj mnogo sveobuhvatniji: nepoverenje u finansijsko tržište, finansijske izveštaje, reviziju.
Kao posledica velikih finansijskih skandala koji su se dogodili u svetu (slučaj Enron), zahtevi za poštenim i istinitim izveštavanjem postali su sve zahtevniji i rigorozniji. Takođe, rizik i neizvesnost u poslovanju, razgraničavanje odnosa uprave, unutrašnjih i spoljnih revizora, uz povećanje njihove odgovornosti i sve veći pritisak interesnih grupa koji su korisnici informacija o preduzeću postavljaju zahtev da se one dobiju u jednom dokumentu: Godišnjem izveštaju. Godišnji izveštaj (*Annual report*) obuhvata: kompletan set finansijskih izveštaja: Bilans stanja, Bilans uspeha, Izveštaj o novčanim tokovima, Izveštaj o promenama na kapitalu, Napomene uz finansijske izveštaje, izveštaj nezavisnog revizora ukoliko je preduzeće obaveznik revizije, izabrane finansijske pokazatelje. Godišnji izveštaj prikazuje instrument polaganja računa

[100] Muminović S, Milićević L, Zeremski A, *Rizici ulaganja u obveznice i akcije*, Ekonomski institut, Beograd, 2013. god., str. 69.

preduzeća i korisnika-javnosti. Ključni element poverenja u godišnji izveštaj, svakako predstavlja Mišljenje nezavisnog revizora koji potvrđuje usaglašenost finansijskih izveštaja sa predviđenim standardima. Međutim, u praksi se pokazalo da i mišljenja velikih revizorskih kuća nisu bila izvedena na odgovarajuči način i u skladu sa standardima i pravilima struke (Primer: Enron i revizorska kuća Artur Andersen).
Rizik računovodstvenih prevara utiče kako na akcije, tako i na obveznice, ali se u praksi obično svrstava u rizike koji dominantno utiču na investiranje u akcije.

## 4.4.Rizik računovodstvene regulative

Rizik računovodstvene regulative predstavlja rizik da će primena računovodstvene regulative dovesti do gubitaka investitora na dugi rok, gde se ne radi o nelegalnom problemu, već o ne legitimnom problemu. [101] To znači da se korišćenjem zakonskih mogućnosti, u svrhu poboljšanja tekućeg poslovanja, čine radnje koje mogu imati dalekosežne posledice u budućnosti.
Ovaj rizik se najbolje ogleda kroz neadekvatnu računovodstvenu regulativu i njenom doprinosu jačanju aktualne krize. Ističu se dva problema : problem nejasnoće propisa i problem primene fer vrednosti u računovodstvu.
Pojedini autori naglašavaju veliki problem koji stvaraju računovodstveni standardi, odnosno njihova neodređenost ostavlja prostora različitim interpretacijama u postupanju, čak i ne s namerom bilansnog ulepšavanja. [102]
Međutim, problem računovodstva zasnovanog na fer vrednosti- *fair value accounting* (FVA) je znatno složeniji. Tu se posebno misli na primenu FVA kao merne osnovice odnosno povezanosti finansijske krize sa fer vrednošću, i izmene Međunarodnih računovodstvenih standarda (MRS) kao i izmene Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja (MSFI) u skladu sa tim.
Problemi priznavanja i vrednovanja određenih pozicija imovine, kao i obaveza koje nastaju iz transakcija preduzeća i njegovog okruženja, čine suštinsko određenje svakog računovodstvenog standarda. Osnovni računovodstveni standardi, US GAAP- *Američki Opšteprihvaćeni principi bilansiranja* i MSFI/MRS- *Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja/Međunarodni računovodstveni standardi*, polaze od definisanja elemenata finansijskih izveštaja, kroz koje su obuhvaćeni i kriterijumi njihovog priznavanja.
Prema MSFI - *Okvir za pripremanje i prezentaciju finansijskih izveštaja* (par. 49), sredstva odnosno aktivu jednog preduzeća čine svi resursi preduzeća koja ono kotroliše, a posledica su predhodnih transakcija i od kojih se očekuje priticanje budućih ekonomskih koristi. S druge strane, MSFI (par.49b)- Okvir definiše obaveze kao sadašnje obaveze, proizašle iz prošlog događaja, za čiju se likvidaciju očekuje da će stvoriti odliv resursa koji imaju ekonomske koristi iz preduzeća. Sa aspekta računovodstvenog izveštavanja o derivatnim finansijskim

[101] Muminović S, Milićević L, Zeremski A, *Rizici ulaganja u obveznice i akcije*, Ekonomski institut, Beograd, 2013. god., str. 75.
[102] Ibid.

instrumentima, prethodno podsećanje na definicije sredstava i obaveza u globalnom setu standarda, svoju funkciju ima u determinisanju minimalnih zahteva koji moraju biti ispunjeni da bi se postupak priznavanja svake stavke, pa tako i derivatnih instrumenata, ispravno sproveo. Dakle, priznavanje je složen proces uvrštavanja u bilans onog elementa koji zadovoljava kriterijume priznavanja.[103]

Računovodstveni standard MRS 39- Finansijski instrumenti: priznavanje i vrednovanje (par. 27) tretira pitanja priznavanja finansijskih instrumenata. Ovaj standard se razlikuje i definiše da preduzeće treba priznati finansijsko sredstvo ili finansijsku obavezu u svom bilansu stanja „tek kada postane deo ugovorne klauzule tog finansijskog instrumenta". Novina ovog standarda u odnosu na MSFI- Okvir je upravo u fokusu priznavanja derivatnog finansijskog instrumenta gde se stavlja ugovorni odnos (contract basic), a ne prosta transakcija (exchande transaction basic), odnosno prošli događaj kao osnovu proznavanja elemenata bilansa stanja. Iz navedenog sledi da se priznavanje derivata vrši na osnovu momenta kada preduzeće postaje ugovorna strana. Naime, to je momenat kada su ugovorne strane izvršile ‘’međusobnu razmenu obećanja dokumentovanu standardnim formalnim ugovorom’’.[104]

Problemi vrednovanja derivatnih instrumenata, za razliku od priznavanja, su kompleksnije prirode. U odgovoru na pitanje po kojoj vrednosti iskazati derivatne pozicije u bilansu stanja, savremena računovodstvena regulativa (SFAS No.133) pledira na primenu *″fer vrednosti kao jedine relevantne mere za ove instrumente″*,[105] odnosno MRS 39 (par. 66, 69 i 93) navodi da *"kada se neko sredstvo ili obaveza početno priznaje, preduzeće ga treba meriti po njegovom trošku (nabavnoj vrednosti), koji je fer vrednost date (u slučaju sredstva) ili primljene nadoknade (u slučaju obaveze)... odnosno posle početnog priznavanja ...derivati,koji su finansijska imovina trebaju meriti po fer vrednosti... odnosno derivati koji su obaveze, posle početnog priznavanja* mere se po fer vrednosti".[106]

Kao posledica svetske finansijske krize, Odbor za Međunarodne standarde IASB[107] doneo je određene izmene (amandmane) u standardu MRS 39- Finansijski instrumenti: priznavanje i merenje, zbog preciznijeg i pouzdanijeg prikazivanja u finansijskim izveštajima. To je omogućilo velikim svetskim bankama, finansijskim organizacijama, kao i brojnim kompanijama da umanje uticaj finansijske krize na rezultat iskazan u bilansu uspeha.

Cilj ovih amandmana je upravo usaglašavanje MRS/MSFI sa američkim računovodstvenim propisima (US GAAP), čime je postignut veći stepen usklađenosti između ovih standarda.

Izmenama MRS 39 i MSFI 7 je omogućena reklasifikacija nederivatnih instrumenata van kategorije po fer vrednosti kroz bilans uspeha u određenim okolnostima (osim onih koji su naznačeni po fer vrednosti kroz bilans uspeha prilikom početnog priznavanja od strane entiteta).

---

[103] Knežević G, *Izveštavanje o finansijskim derivatima u funkciji unapređenja kvaliteta računovodstvenih informacija*, Fakultet za menadžment Braća Karić, Beograd, 2006. god., str.7.

[104] Anson, Mark, *Accounting and Tax Rules for Derivatives*, FJF; New Hope, Pennsylvania, 1999. god., str. 16.

[105] FASB. *SFAS No.133 Accounting for Financial Instruments and Hedging Activities*, Norwalk, CT, 1998., par. 217, prema Anson, Mark, str. 17.

[106] Knežević G, *Izveštavanje o finansijskim derivatima u funkciji unapređenja kvaliteta računovodstvenih informacija*, Fakultet za menadžment Braća Karić, Beograd, 2006. god., str. 10.

[107] International Accountinf Standard Board

Takođe, izmenama MRS 39 omogućen je i prenos akcija i obveznica (akcije domaćih preduzeća i obveznice stare devizne štednje kojima se kod nas najviše trguje na berzi) iz kategorije po fer vrednosti kroz bilans uspeha u drugu odgovarajuću kategoriju finansijskih instrumenata.
Kao individualna zaštita od rizika računovodstvene regulative investitoru je malo toga na raspolaganju jer se radi o veoma prikrivenom riziku, posmatrano iz ugla investitora u hartije od vrednosti. Za raliku od rizika računovodstvenih prevara, zaštita podrazumeva dobar tajming, korišćenje opcija kao instrumenata hedžinga (ukoliko postoji tržište derivata) i pretpostavku profesionlno postavljene regulative, odnosno sistemskog rešenja. [108]

## 4.5.Ostali rizici ulaganja u akcije

### 4.5.1.Rizik pogrešne prognoze kursa

Rizik pogrešne prognoze kursa predstavlja rizik da će investitor koristeći se metodama tehničke i fundamentalne analize pogrešno predvideti kretanje kursa akcije. Ovde se misli na greške u primeni metoda, a ne na validnost istih. Pogrešna interpretacija rezulata izjednačuje se sa pogrešnom investicionom odlukom.

### 4.5.2.Rizik selekcije

Rizik selekcije (*Selection risk*) predstavlja rizik od odabira pogrešne akcije, tj. da će investitor izabrati onu koja donosi slabiji prinos na tržištu iz razloga koji nisu mogli biti unapred poznati.

### 4.5.3.Rizik pravog tajminga

Rizik pravog tajminga (*Timing risk*) je rizik da će nakon kupovine akcije doći do pada njene vrednosti, odnosno nakon prodaje da će njena vrednost skočiti.

[108] Muminović S, Milićević L, Zeremski A, *Rizici ulaganja u obveznice i akcije*, Ekonomski institut, Beograd, 2013. god., str. 77.

# 5.SPECIFIČNI RIZICI ULAGANJA U OBVEZNICE

## 5.1.Kreditni rizik (Rizik emitenta)

Kreditni rizik predstavlja rizik neizvršenja obaveza emitenta hartija od vrednosti, koji najčešće nastaje kao posledica negativnih promena u finansijskoj sposobnosti, a koje u krajnjoj liniji mogu dovesti do bankrotstva dužnika.

Kreditni rizik u užem smislu se može definisati kao rizik koji nastaje zbog neočekivanog pogoršanja finansijske sposobnosti (kreditnog rejtinga) emitenanta obveznica.[109]

Za analizu kreditnog rizika značajan je pojam default-a. Izraz default risk se odomaćio u anglosaksonskoj terminologiji i koristi se za pojam kreditnog rizika. Ukoliko su nekoj kompaniji obaveze veće od njene imovine, to znači da je zapala u default. Ekonomski default nastaje onda kada tržišna vrednost imovine dužnika padne ispod vrednosti njegovog duga. Pri tome se za vrednost duga misli na vrednost budućih očekivanih novčanih tokova gotovine, diskontovanih na sadašnji trenutak odgovarajućom diskontnom stopom. U tom slučaju se smatra da dužnik ne može da izvrši obavezu, ali to ne daje pravo poveriocu da pokrene pravni postupak protiv dužnika. [110]

Kvalitet hartija od vrednosti vezan je za sadašnje i buduće poslovanje njihovih izdavaoca. Da bi se investitor zaštitio od rizika potrebno je da nešto više sazna o emitentu hartija od vrednosti, čiji poslovni rejting daje određeni stepen sigurnosti da će glavnica ili prinosi od te hartije od vrednosti biti isplaćeni (dividenda, kamata, anuitet). U tu svrhu služe rejting sistemi obveznica, u okviru kojih se prate kretanja vrednosti akcija i indeksa na berzama i dr.

Rejting predstavlja ocenu sposobnosti i mogućnosti izdavaoca da isplaćuje svoje obaveze po osnovu hartija od vrednosti. Izvor informacija o kreditnom riziku su rejting agencije, koje daju nezavisno mišljenje o kreditnom rejtingu dužnika. Kreditni rejting je procena o bonitetu izdata od strane rejting agencije. Rejting agencija Moody's definiše kreditni rejting kao "mišljenje o budućoj sposobnosti, zakonskoj obavezi i spremnosti izdavaoca obveznica ili drugog dušnika da u potpunosti i blagovremeno plati glavnicu i kamatu investitoru".[111]

Među najpoznatijim svetskim rejting organizacijama su: Moody's Investor Services, Standard & Poor's, Corporation, Ban Watch i dr. Ukupno postoji oko četrdeset rejting organizacija u svetu. Svaka od organizacija ima svoj kod tj. način obeležavanja rejtinga vrednosnih papira. Ono što im je zajedničko je da svaka od njih koristi slova za rejting kod. Klasifikacije kreditnog rejtinga reprezentuju objektivnu verovantoću izostanka plaćanja (default).

Trebalo bi istaći, da postoji jaka veza između rejtinga obveznica i finansijskih pokazatelja izdavaoca. Koriste se EBIT, EBITDA, Funds flow i drugi široko prihvaćeni pokazatelji koji u analizi mogu biti dobra mera rizika.

[109] Muminović S, Milićević L, Zeremski A, *Rizici ulaganja u obveznice i akcije*, Ekonomski institut, Beograd, 2013. god., str. 78.
[110] Ibid., 79.
[111] Ibid., 81.

Često se postavlja pitanje koliko su pouzdane ocene koje daju rejting kuće. Odgovora na ovo pitanje ima više. S jedne strane Međunarodni monetarni fond ističe kako predviđanja agencija obično poprilično tačna, dok sa druge strane upozoravaju da su brojne agencije u sukobu interesa jer ih vrlo često plaćaju upravo one kompanije kojima procenjuju rejting. Upravo su rejting agencije te koje bi želele da ispunjavaju želje svojim klijentima, jer su za to dobro plaćene ii z tog razloga ocene imaju sve manje veze sa realnim stanjem.
Takođe, veoma je moguće da će ocene za iste hartije od vrednosti samo različitih rejting kuća biti drastično drugačije. Razlog, između ostalog leži i u konkurentnosti istih. Primer za to su suprotnosti mišljenja između Moody's Investors Servise, Standard & Poors, Fitch Rating i takođe respektabilnog Dagong International Credit Rating Co.-a.

## 5.2.Rizik promene kamatnih stopa

Rizik od promene kamatne stope (*Interest rate risk*) je rizik od nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital finansijske institucije usled promena nivoa kamatnih stopa. Posmatrajući hartije od vrednosti, svako povećanje kamatnih stopa utiče na smanjenje njihovih cena.

## 5.3.Rizik reinvestiranja

Rizik reinvestiranja (*Reinvestment rate risk*) je rizik da će se budući novčani prilivi od pojedinog finansijskog instrumenta uložiti po nižem prinosu ili nižoj kamatnoj stopi od one koju nosi sam finansijski instrument.

## 5.4.Ostali rizici pri ulaganju u obveznice

### 5.4.1.Rizik opoziva

Rizik opoziva (*Call risk*) predstavlja rizik da će emitent iskoristiti mogućnost opoziva obveznice pre roka dospeća zbog za njega povoljnog kretanja kamatnih stopa, što će investitoru uskladiti deo prihoda i dovesti ga do rizika reinvestiranja, odnosno nemogućnosti da sredstva plasira po istoj stopi.[112]

[112] Muminović S, Milićević L, Zeremski A, *Rizici ulaganja u obveznice i akcije*, Ekonomski institut, Beograd, 2013. god., str. 90.

### 5.4.2.Rizik događaja

Rizik događaja (*Event risk*) je rizik koji proizilazi iz aktivnosti emitenta na području dodatnog zaduživanja, sticanja preduzeća kombinacijom zaduživanja i sopstvenog kapitala (*leveraged buyout*), akvizija ili spajanja. Navedene aktivnosti tržište može da prihvati sa pesimizmom što obara cenu obveznica. Više se vezuje za korporacijske obveznice, nego za državne.[113]

# 6. MEĐUZAVISNOST PRINOSA I RIZIKA NA ULAGANJE U HARTIJE OD VREDNOSTI

Prvi korak prilikom ulaganja u hartije od vrednosti predstavlja definisanje mogućnosti nastanka rizika. Ukoliko investitori žele da prođu bez rizika prilikom ulaganja u hartije od vrednosti, oni mogu uložiti u državne kratkoročne hartije i na tako formirati nerizičan portfolio. Međutim, ukoliko teže ka tome da ostvare višu stopu prinosa, moraju biti spremni na prihvatanje većeg stepena rizika, što znači da su očekivani prinos na ulaganje i rizik da se taj prinos ostvari međusobno povezani. Zatim, neophodno je napraviti razliku između specifičnih rizika, koji su karakteristični samo za neka preduzeća i investiranje u njih i opšteg tržišnog rizika koji važi za širok spektar investiranja. Na kraju, trebalo bi upoznati se sa modelima za merenje tržišnog rizika. Korporativne finansije veliki značaj pridaju merenju, upravo tržišnog rizika, koji se ne može smanjiti diversifikacijom i definišu nekoliko različitih modela koji se koristi za njegovo vrednovanje. Svaka od sledećih metoda je primenljiva u razvijenoj tržišnoj ekonomiji. Za potrebe rada biće obrađena dva modela procenjivanja međuzavisnosti prinosa na akcije (ili druga ulaganja). Prvi model, CAPM (Capital Asset Pricing Model) je Model procenjivanja kapitalnih ulaganja (sredstva). Drugi model o kojem će u daljem izlaganju biti više reči je APM model (Arbitrage Pricing Model), odnosno Arbitražni model procenjivanja. Takođe, detaljnije razmatranje CAPM-a podrazumeva objašnjenje beta koeficijenta, kao i tržišne linije hartija od vrednosti.

[113] Muminović S, Milićević L, Zeremski A, *Rizici ulaganja u obveznice i akcije*, Ekonomski institut, Beograd, 2013. god., str. 90.

## 6.1.CAPM model

Capital Asset Pricing model (CAPM) odnosno model za određivanje cene kapitalne aktive predstavlja oruđe analize povezanosti rizika i prinosa. Osnovni zaključak modela je: *Rizičnost pojedinačne akcije se ogleda u njenom doprinosu rizičnosti dobro razuđenog portfolia*.[114]
Model CAPM predstavlja srž modernih finansija. On daje precizne pretpostavke veze, koje treba imati u vidu, između rizika nekog sredstva i povrata tog sredstva.
Ovaj model meri odnos sistemskog (tržišnog) rizika i stope prinosa na hartije od vrednosti. Njegov osnovni princip je da hartije od vrednosti sa istim sistemskim rizikom treba da imaju istu očekivanu stopu prinosa. Model CAPM je u teoriji i praksi poznat kao zakon jedinstvene cene. Ukoliko su prinosi različiti, tada je neophodno uravnoteženje postići trgovanjem na tržištu kapitala, sve dok se cene ovih hartija od vrednosti ne ujednače.[115]
U prvom delu rada je napomenuto da diversifikacija smanjuje specifičan rizik. Međutim, investitori često prestaju sa širenjem svog portfolia iz dva razloga. Prvi razlog leži u tome da širenjem portfolia marginalna korist od diversifikacije postaje sve manja. Drugi razlog je taj što investitori veruju da često mogu da kupe sredstva potcenjene vrednosti od kojih mogu imati prinos, i zbog toga ne kupuju uvek aktivu za koju veruju da je vrednovana po fer vrednosti ili da je potcenjena.[116]
Ukoliko investitori žele da prođu bez rizika prilikom ulaganja u hartije od vrednosti, oni mogu uložiti u državne kratkoročne hartije i na tako formirati nerizičan portfolio. Međutim, ukoliko su investitori otporniji na rizik sva svoja sredstva će uložiti u tržišni portfolio.
U CAPM modelu rizik pojedinačne hartije od vrednosti predstavlja rizik koji taj vrednosni papir dodaje ukupnom portfolio. Ukoliko se prinosi tog pojedinačnog stoka kreću nezavisno od kretanja portfolia, pojedinačni stok neće dodavati mnogo rizika tom portfolio, odnosno neće povećavati rizičnost portfolia. To znači da je najveći deo tog rizika sprecifičan rizik koji se može otkloniti diversifikacijom. Međutim, ukoliko postoji korelacija u kretanju tog pojedinačnog stoka sa celim portfoliom, onda se može očekivati dodavanje značajnog rizika ukupnom portfolio.[117]

[114] Muminović S, Milićević L, Zeremski A, *Rizici ulaganja u obveznice i akcije*, Ekonomski institut, Beograd, 2013. god., str. 128.
[115] Ibid., str. 90.
[116] Gligorić Č, *Rizik kapitala kao faktor procene vrednosti preduzeća*, str. 34. (*www.ubs-asb.com/Portals/.../UBS-Bankarstvo-11-12-2005-Gligoric.pdf*)
[117] Ibid.

### 6.1.1.Beta koeficijent

Beta koeficijent, odnosno, beta faktor meri tržišni rizik akcije i njenu osetljivost na tržišna kretanja. [118] On izražava rizičnost finansijskog instrumenta u odnosu na tržišni rizik. Matematički, beta predstavlja kovarijansu akcije u osnosu na tržišti portfolio, podeljena sa varijansom tržišnog portfolia. Beta se meri indeksima i meri relativnu volatilnost[119] akcije.
Beta koeficijent se utvrđuje prema sledećoj formuli : [120]

$$\beta = \sigma_j r_{j,m} / \sigma_m$$

gde su :

$\sigma_j$ – standardna devijacija prinosa akcije **j**

$r_{j,m}$ – koeficijent proste linearne korelacije između prinosa između prinosa na akciju **j** i odgovarajuće tržišne stope, odnosno tržišnog indeksa

$\sigma_m$ – standardna devijacija tržišnog indeksa, odnosno prinosa

Standard&Poor's 500 Stock Index ima beta koeficijent 1. Beta indeks se najčešće kreće od 0,5 do 2, a biće veći ukoliko postoji veći stepen korelacije prinosa. Hartije od vrednosti čiji se beta koeficijent približava 0, su manje rizične. Stoga konzervativni investitori, kojima je najvažnije da zaštite vrednost svojih akcije treba da se fokusiraju na stok sa nižom vrednošću beta koeficijenta, i obrnuto, oni koji su spremni da prihvate visok rizik da bi ostavarili veliku zaradu, preferiraće visoke beta koeficijente. Često će preduzeća koja se nalaze u granama koje su osetljivije na ciklična kretanja u nacionalnoj ekonomiji imati veći beta koeficijent, što znači da su izložena većem dejstvu sistematskog rizika, nego preduzeća kod kojih ta ciklična kretanja imaju manji uticaj. [121]

Beta koeficijent nosi sa sobom i određene probleme:

- Beta koeficijent varira tokom vremena
- Beta je pod uticajem promena finansijskog leveridža i poslovnog rizika.

[118] Brealey, Myers, *Principles of corporate finance*, 6th edition, Mc Graw-Hill, Irwin, 2000., str. 173.
[119] *Volatily* je jedna od najvažnijih kategorija berzanskog tržišta i znači stepen odstupanja (varijacije) u određenom vremenskom periodu. Meri se standardnom devijacijom i prati se za pojedinačne stokove i fondove. Pomoću nje, investitori bi trebalo da saznaju koliko je rizična investicija. Veća standardna devijacija daje veću rizičnost investiciji.
[120] Kaen, F.R. *Corporate Finance*, Blackwell, Cambridge, 1995., str. 294.
[121] Ivanišević M, *Poslovne finansije*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, 2010. god., str. 288.

Prvi problem se može rešiti korišćenjem statističkih metoda, dok se drugi problem rešava prilagođavanjem Beta koeficijenta promena poslovnog i finansijskog rizika. [122]

### 6.1.2.Bazična formula CAPM-a

Očekivana stopa prinosa se može izraziti sledećom formulom:[123]

$$k_j = R_f + [\ \beta_j\ (k_m - R_f)]$$

Simboli imaju sledeća značenja:
$k_j$ - očekivana (zahtevana) stopa prinosa na akciju
$R_f$ – nerizična stopa prinosa (stopa prinosa na nerizični portfolio)
$\beta_j$ – beta koeficijent, odnosno indeks sistematskog indeksa na akciju **j**
$k_m$ – tržišna stopa prinosa, odnosno prinos na tržišni portfolio akcija

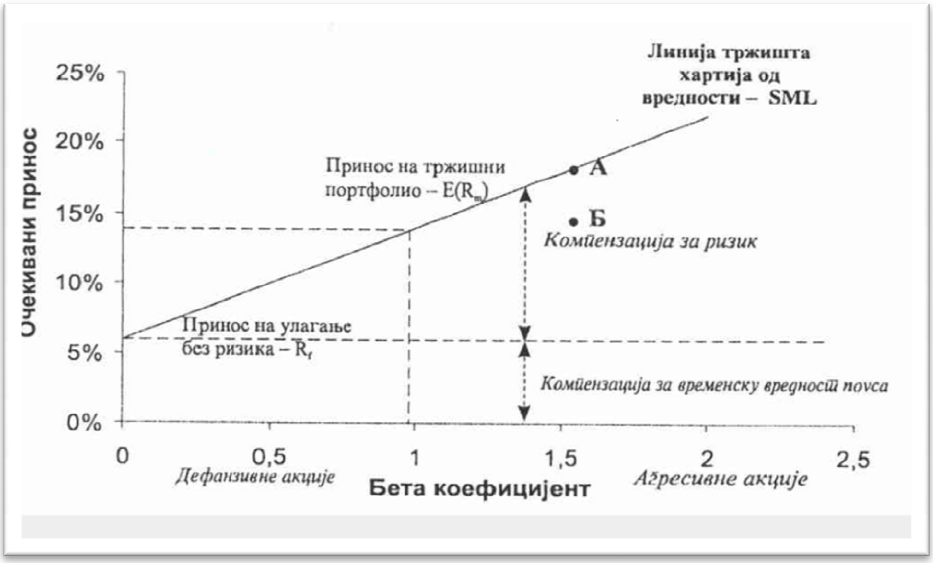
Iz navedene formule proizilazi da što je veći beta koeficijent, očekivana stopa prinosa biće viša, jer se radi o većem stepenu sistematskog rizika. Prvi deo formule $R_f$ predstavlja nerizičnu stopu prinosa, dok je drugi deo $\beta_j$ $(k_m - R_f)$ premija za rizik nameravanog ulaganja. Deo $(k_m - R_f)$ predstavlja premiju za tržišni rizik.[124]
Za praktičnu primenu CAPM-a treba znati betu finansijskog instrumenta, nerizičnu kamatnu stopu i premiju na rizik tržišnog portfolio izabranog finansijskog instrumenta.

### 6.1.3. Tržišna linija hartija od vrednosti

Ukoliko bismo model CAPM želeli grafički da prikažemo, to bismo uradili putem tržišne linije hartija od vrednosti (*Security Market Line*). SML predstavlja pravu koja odražava prosečnu tržišnu relaciju rizika i stope prinosa. Ona povezuje prinos nerizičnog ulaganja i tržišnog portfolia (Grafik br. 2).
Na x-osi se nalazi beta koeficijent kao mera sistematskog rizika, dok se na y-osi nalazi očekivani prinos. Podcenjene investicije obećavaju veći prinos i nalaze se iznad SML, pravilno vrednovane investicije se nalaze na SML, dok se precenjene nalaze ispod SML i obećavaju niži prinos.

[122] Ross, Westerfield, Jaffe, *Corporate Finance*, Sixth Edition, Mc Graw-Hill Irwin, New York, 2002., str. 312.
[123] Gitman, L. J., *Principles of Managerial Finance*, Harper Collins, New York, 1991., str. 182.
[124] Ivanišević M, *Poslovne finansije*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, 2010. god., str. 293.

Grafik br.2: Grafički prikaz linije tržišta hartija od vrednosti- SML




Izvor :Draganac D, *Međuzavisnost prinosa i rizika na ulaganje u hartije od vrednosti*, Ekonomski fakultet u Beogradu, slajd br. 16.

### 6.1.4.Osnovne pretpostavke CAPM modela

Model CAPM je više od teorijskog modela, dosta je korišćen od strane investitora, analitičara i korporacija. Stoga, opravdano je pitanje: *Da li je CAPM isravan u smislu da hartija od vrednosti sa većim beta koeficijentom garantuje i veći prinos?*

Model se zasniva na sledećim pretpostavkama:

- Tržišta kapitala su efikasna samo kada su investitori dobro informisani
- Zanemaruju se transakcioni troškovi
- Zanemaruje se oporezivanje
- Ne postoji dovoljno veliki investitor koji bi mogao uticati na cenu finansijskih instrumenata
- Postoje nerizični finansijski instrumenti koje svaki investitor može uključiti u svoj portfolio
- Jednaka (homogena) očekivanja budućih prinosa svih investitora
- Postojanje jednog vremenskog perioda u kome se očekuje prinos
- Sva finansijska aktiva je utživa i
- Moguće je pozajmiti neograničen iznos po bezrizičnoj kamatnoj stopi.[125]

[125] Muminović S, Milićević L, Zeremski A, *Rizici ulaganja u obveznice i akcije*, Ekonomski institut, Beograd, 2013. god., str. 132.

Kada je nesistematski rizik jednom eliminisan rizik, ulaganja u pojedinu akciju se ne meri kao standardna devijacija prinosa te akcije, nego kao nestabilnost vrednosti akcije uslovljena kretanjem na celokupnom tržištu tj. njena beta. Različite akcije će različito uticati na portfolio, jer su i same različito rizične. Tendenciju kretanja koju pokazuje neka akcija u odnosu na tržišna kretanja pokazuje koeficijent korelacije beta. Prosečno rizična hartija od vrednosti se definiše kao ona koja teži da se kreće u skladu sa tržišnim kretanjima, mereno indeksom : *Dow Jones Industrial*, *S&*P 500, *NYSE index*. Takve akcije imaju beta koeficijent 1. One koje imaju betu 2 znači da su duplo rizične od prosečnih, a beta koja ima vrednost 0,5 da su upola rizične nego prosečne.[126]
Investitori u rizične vrednosne papire očekuju prinosi koji su u odnosu na stopu prinosa od nerizičnog ulaganja dodatno uvećani za naknadu az preuzeti rizik. Ova naknada data je proizvodom beta-koeficijenta i premije rizika posmatranog tržišta, te je dakle proporcijalna preuzetom riziku.[127]

## 6.2.Arbitražni model procenjivanja

CAPM model predstavlja model čiji se rizik isključivo vezuje za rizičnost tržišnog portfolia i zbog toga je često kritikovan od strane teoretičara, ali i ljudi u praksi. Iz tog razloga, 1976. godine Stephen A. Ross je predložio alternativni model poznat pod nazivom Arbitrage Pricing Model (APM).
Prema ovoj teoriji cena akcija zavisi od kretanja više faktora ili indeksa, a preovladava efikasnost arbitraže. Ukoliko investitori različito sagledavaju faktore rizika proizila da CAPM beta nije tako dobar indikator očekivanog prinosa. Osnovna ideja je da će na konkurentskim finansijskim tržištima arbitraža omogućiti cenovnu ravnotežu s obzirom na rizik i prinos. Arbitraža označava pronalaženje dveju jednakih stvari, te kupovanje jeftinije i prodavanje skuplje.
APM je višefaktorski model, gde se promenljivost stope prinosa kapitalne aktive meri u odnosu na svaki faktor. Polazna osnova APM modela je da prinos finansijskog instrumenta zavisi od grupe faktora: makroekonomskih faktora tj. sistematskog rizika, koji se ne može otkloniti diversifikacijom (kamatne stope, stopa nezaposlenosti, inflacije, stopa primarnog zajma banke itd.) i mikroekonomskih faktora (koeficijenti rentabilnosti, obrta, likvidnosti, zaduženosti i produktivnosti), karakteristčnih za svakog ekonomskog subjekta, kojima se dodaju i statistički faktori. Na osnovu navedenih faktora rizika dolazi se do zaključka o potcenjenosti i precenjenosti akcija. [128]

[126] Muminović S, Milićević L, Zeremski A, *Rizici ulaganja u obveznice i akcije*, Ekonomski institut, Beograd, 2013. god., str.132.
[127] Ibid, str. 133.
[128] Muminović S, Milićević L, Zeremski A, *Rizici ulaganja u obveznice i akcije*, Ekonomski institut, Beograd, 2013. god., str. 149.

Međuzavisnost prinosa i rizika korišćenjem ovog modela mogla bi se prikazati sledećom formulom:

$$E(R) = R_f + \beta_1*[E(R_1) - R_f)] + \beta_2*[E(R_2) - R_f] + ... + \beta_n*[E(R_n) - R_f]$$

gde su:
E(R) – očekivana (zahtevana) stopa prinosa na određeno sredstvo odnosno običnu akciju,
$R_f$ - nerizična stopa prinosa, odnosno stopa prinosa na portfolio za koji je $\beta = 0$,
$E(R_j)$ – očekivana stopa prinosa na portfolio za faktor j, za koji je $\beta = 1$, a za sve ostale faktore $\beta = 0$.[129]

Arbitražni metod procenjivanja, kao što je navedeno, koristi više faktora za utvrđivanje premije za tržišni rizik. Takođe, APM pretpostavlja utvrđivanje beta koeficijenta za svaki faktor. Međutim, iako je ovaj model široko diskutovan u savremenoj ekonomskoj literaturi, u praksi je jako teško identifikovati pojedine faktore i izmeriti njihov uticaj na navedene veličine, odnosno na prinos nameravanog ulaganja u akciju (ili neko drugo sredstvo) u odnosu na promene pojedinih faktora. Bez obzira što je Model procenjivanja kapitalnih ulaganja (CAPM) više uopšteniji model, koji u analizu uključuju samo jedan faktor, on je i dalje primarni model za objašnjenje međuzavisnosti sistematskog rizika i prinosa. I ovaj model se najčešće zasniva na istorijskim podacima i njegovi rezultati se teško mogu testirati u praksi.[130]

# 7.STVARANJE VREDNOSTI ZA AKCIONARE

Uspešnost rada menadžerskog tima zavisi da li su poboljšane performanse preduzeća, odnosno da li je povećana njegova tržišna vrednost i da li se stvara odnosno kreira vrednost za akcionare.
Metod dodate tržišne vrednosti i metod dodate ekonomske vrednosti uvažavaju prosečnu cenu kapitala i kalkulišu sa ukupnim troškovima kapitala, kako pozajmljenog tako i sopstvenog. Ti ukupni troškovi kapitala odgovaraju veličini koju procenjuje finansijsko tržište. Samo onda kada je ostvarena stopa prinosa na investirani kapital viša od prosečne cene kapitala, odnosno kada je neto poslovni dobitak posle poreza veći od troškova kapitala, ostvariće se dodata ekonomska vrednost, kreiraće se vrednost za akcionare i doći će do porasta tržišne vrednosti preduzeća.[131]

[129] Damodaran A, Corporate Finance, John Willy and Sons, Inc., New York, 2001., str. 169-170.
[130] Ivanišević M, *Poslovne finansije*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, 2010. god., str. 297.
[131] Ibid., str. 298.

## 7.1.Dodata tržišna vrednost

Dodata tržišna vrednost (*Market value added*, MVA) pokazuje povećanu (kreiranu) tržišnu vrednost preduzeća u jednom određenom vremenskom trenutku. Ova vrednost se utvrđuje na sledeći način:

MVA = Tržišna vrednost – Investirani kapital

Ako pretpostavimo da se jedno akcionarsko preduzeće finansira emisijom obveznica i običnih akcija i da se njegove hartije od vrednosti kotiraju na berzi, onda bi tržišna vrednost ovog preduzeća bila:

MVA = Tržišna vrednost obveznica + Tržišna vrednost običnih akcija

Investirani kapital, odnosno vrednost ukupno angažovanih poslovnih sredstava, je teško utvrditi, s obzirom na različite mogućnosti obračuna koje nude računovodstvene konvencije i standardi. Najčešće se u praksi koristi knjigovodstvena vrednost iz bilansa stanja. Za preduzeće koje je ostvarilo pozitivnu dodatu tržišnu vrednost kažemo da kreira vrednost za vlasnike, odnosno akcionare. Međutim, ukoliko je ta vrednost negativna, znači da je došlo do uništavanja vrednosti.[132]
Prema drugoj verziji, dodata tržišna vrednost se dobija na sledeći način:

MVA = Tržišna vrednost običnih akcija – Investirani sopstveni kapital[133]

Sopstveni kapital- *Equity* (prikazan u bilansu stanja) obuhvata:

- akcijski kapital (uvećan za kapitalni dobitak ili umanjen za kapitalni gubitak)
- akumulirani (neraspoređeni) dobitak
- različite oblike rezervi

MVA se može obračunati za ceo dotadašnji život preduzeća, a za obračun dodate vrednosti u kraćim periodima se koristi EVA.

[132] Ivanišević M, *Poslovne finansije*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, 2010. god., str. 299.
[133] Horne J. C. V., Financial Management and Policy, Prentice-Hall, New Yersey, 2001. god., str. 214.

## 7.2.Dodata ekonomska vrednost

Dok dodata tržišna vrednost meri ukupnu kreiranu vrednost jednog preduzeća u određenom trenutku, dotle se dodata ekonomska vrednost odnosi na jedan kraći vremenski interval, odnosno godinu dana. Ona takođe, pokazuje da li preduzeće kreira ili uništava vrednost za akcionare, ali u periodu ograničenom na jednu poslovnu godinu.[134]
Metod dodate ekonomske vrednosti (Economic Value Added, EVA) razvila je i zaštitila 1983. godine poznata američka konsultantska kuća Stern Steward Management Services, Inc. Navedena firma je mnogo uradila na popularizaciji i primeni ove metode u velikom broju preduzeća.[135]
EVA predstavlja interno merilo performansi, koje služi kao pokretač menadžmentu za stvaranje vrednosti preduzeća.
Dodata ekonomska vrednost može da se izračuna na više načina. Prema prvoj metodi formula glasi:

$$\text{Dodata ekonomska vrednost} = (\text{Neto poslovni dobitak posle poreza}_t) - (\text{Prosečna cena kapitala preduzeća} * \text{Investirani kapital}_{t-1})$$

Dodata ekonomska vrednost predstavlja razliku između neto poslovnog dobitka i troškova ukupno angažovanog kapitala sopstvenog i pozajmljenog. Zapravo, EVA predstavlja rezidualni dobitak i pokazuje koliko je kreirana vrednost za akcionare u apsolutnom iznosu. Kada je ona pozitivna, preduzeće povećava vrednost za akcionare i obrnuto, kada je EVA negativna onda se smanjuje vrednost za akcionare. [136]
I druge konsultantske kompanije su razvije svoje metode za izračunavanje dodate ekonomske vrednosti. McKinsey and Company su uveli pojam ekonomskog profita i dodatu ekonomsku vrednost, odnosno ekonomski profit utvrđuju pomoću sledeće formule:[137]

$$\text{Dodata ekonomska vrednost} = (\text{Stopa prinosa na investirani kapital}_t - \text{Prosečna cena kapitala preduzeća}) * \text{Investirani kapital}_{t-1}$$

Kod druge formule dobija se isti iznos dodate ekonomske vrednosti kao i kod prethodne metode. Iz ovog primera se može zaključiti da će preduzeće kreirati vrednost za akcionare samo onda kada je stopa prinosa na investirani kapital viša od prosečne cene kapitala. Iz ove formule proizilazi da su za povećanje vrednosti preduzeća, pored niza drugih faktora, posebno značajni

[134] Ivanišević M, *Poslovne finansije*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, 2010. god., str. 305.
[135] Horne J. C. V., *Financial Management and Policy*, Prentice-Hall, New Yersey, 2001. god., str. 214.
[136] Ivanišević M, *Poslovne finansije*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, 2010. god., str. 306.
[137] Brealy R.A., Myres C. C., *Principles of Corporate Finance*, Mc Graw-Hill, Irvin, Boston, 2003. god, 323. str.

stopa prinosa na investirani kapital i prosečna cena kapitala preduzeća. Visina stopre prinosa na investirani kapital zavisiće od racionalnog upravljanja pojedinim i ukupnim troškovima. Kao i od efikasnosti korišćenja, odnosno brzine obrta angažovanih sredstava. Prosečna cena kapitala je ponderisana aritmetička sredina cena pojedinih izvora kapitala (duga i sopstvenog kapitala) i pokazuje koliko efikasno preduzeće upravlja svojom finansijskom strukturom i strukturom kapitala.[138]

Postoji veza između dodate tržišne vrednosti (MVA) i dodate ekonomske vrednosti (EVA), jer radeći za akcionare, menadžment preduzeća povećava njihovu vrednost (EVA), ali i istovremeno povećava tržišnu vrednost preduzeća (MVA). Odnosno, MVA se može definisati kao sadašnja vrednost svih budućih EVA.

## 7.3.Prednosti i nedostaci dodate ekonomske vrednosti

Brojne su prednosti koncepta dodate ekonomske vrednosti. Navešćemo neke od njih:

- široko rasprostranjen koncept: veliki broj svetskih kompanija koristi koncept dodate ekonomske vrednosti za donošenje odluka o investiranju kapitala i merenju svojih performansi. EVA koncept je postao razumljiv u celom svetu.
- jedinstveno merilo performansi, kako za preduzeće kao celinu, tako i za pojedinačne investicije. Na osnovu nje mogu se donositi odluke o dezinvestiranju u pojedine delove preduzeća ili pojedine projekte.
- izražava uspešnost tekuće poslovne aktivnosti ili planirane aktivnosti u apsolutnom iznosu, a ne u procentu kao npr. stopa prinosa na investirani kapital
- mera je realnog dobitka: EVA preciznije izražava rezultat nego računovodstveno iskazani neto dobitak, jer uzima u obzir ukupne troškove kapitala, duga i sopstvenog kapitala. Prema tome ona doprinosi da prosečna cena kapitala bude vidljiva izvršnim menadžerima preduzeća.
- dobra je mera za izražavanje performansi preduzeća
- određivanje kompenzacije menadžerima

[138] Ivanišević M, *Poslovne finansije*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, 2010. god., str. 307.

Nedostaci EVA koncepta su sledeći:

- izražava investirani kapital u visini knjigovodstvene vrednosti. To se javlja kao problem posebno kod preduzeća koja imaju velika ulaganja u istraživanja i razvoj od kojih se efekti očekuju u znatno dužem vremenskom periodu
- fokusira se na tekući prinos: iz tog razloga se ne može značajnije koristiti za planiranje i ocenu rentabilnosti novih kapitalnih ulaganja.

# IV DEO- STUDIJA SLUČAJA ANALIZE FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA NA PRIMERU KOMPANIJE IMLEK AD BEOGRAD

## 1.PROFIL KOMPANIJE

IMLEK je regionalni lider, kompanija koja posluje na teritorijama Srbije, Crne Gore, Bosne i Hercegovine, Makedonije. Otkupljuje mleko od više hiljada farmera-kooperanata u Srbiji i sa njima ostvaruje evropke standarde i kriterijume kvaliteta. Zahvaljujući dugoj tradijici, stručnim kadrovima, savremenoj tehnologiji i konstantnim unapređivanjem proizvodnje, kompanija Imlek godišnje preradi preko 259 miliona litara mleka i proizvede više od 80 različitih mlečnih proizvoda.

Imlek je osnovan 1945. godine i danas je jedna od najvećih mlekara u regionu. 1976. godine je postao deo „Poljoprivrednog kombinata Beograd" (PKB), a nakon privatizacije, 2003. godine, osniva se novi entitet gde je većinski vlasnik londonski Salford, odnosno Danube Foods Group, u čijem sastavu su i kompanije „Mlekara", „Bambi" i „Knjaz Miloš". Te godine započeto je sa modernizacijom kompanije u šta je uloženo preko 40 miliona evra. U 2006. godini Imleku su pripojene Mlekara Zemun i Impaz iz Zaječara, koji je jedina domaća mlekara specijalizovana za proizvodnju mleka za bebe, a krajem 2007. godine i Novosadska Mlekara. Kompanija poseduje 100% vlasništva preduzeća Imlek Boka u Crnoj Gori, a od 2007. i 74,6% Mlekare Bitola u Makedoniji. Imlek u svom sastavu ima i specijalizovane mlekare u Kraljevu, Čačku, Požarevcu, Vršču, Šidu i Petrovcu. Kao što je već istaknuto, najveći srpski proizvođač mleka u zemlji je Imlek, koja je prilikom obeležavanja osam decenija od osnivanja mlekare u Čačku (takođe se nalazi u njenoj grupi), otvorio i prvi muzej mlekarstva u Srbiji.

U ovoj kompaniji kazu da potrošač mora biti siguran da su njihovi proizvodi zdravi i bezbedni. Naša zemlja, kao i sve druge u Evropi, mora usvojiti i zakon o hrani, koje moraju da ispune industrije mleka kako bi svoje proizvode mogle da stave u prodaju. Imlek je kompanija koja je spremna za tu utakmicu. Proizvodnja mleka mora biti isplativ posao u kome moraju zaraditi i farmer i prerađivač.

Imlek je nosilac brojnih priznanja: poznat je kao najveća kompanija domaće mlekarske industrije, koja spaja znanje, tradiciju, najsavremeniju tehnologiju sa svetskim standardima kvaliteta i nagrada.

Imlek poseduje i neophodne sertifikate i potvrde (HACCP i ISO9001) koji su jedan od preduslova za izvoz u zemlje Evropske Unije.

**Misija**

**Obezbeđivanje potrošača zdravim, ukusnim i hranljivim proizvodima, u cilju podizanja nivoa svesti o neophodnosti zdravog i izbalansiranog načina ishrane.**

**Vizija**

**Ekspanzija u kompaniju sa snažnim i priznatim evropskim brendovima, a koju pokreću potrebe i želje potrošača, pre svega kvalitetna ishrana i zdrav način života.**

# 2.POLOŽAJ U GRANI

U Srbiji danas postoji više od 230 mlekara koje godišnje otkupe i u njima prerade oko 900 miliona litara mleka. Iako prave evidencije nema, sigurno je da se u zemlji proizvede najmanje 1,8 milijardi litara mleka. Već decenijama stočni fond u Srbiji godišnje opada, a sa padom broja goveda opadala je i proizvodnja mleka. Dok se u svetu po grlu dobija oko 7.000 litara mleka godišnje, kod nas je to tek oko 1.500 litara.

Privatizacija nekad velikih društvenih, odnosno državnih mlekara je okončana i sad se najveći deo njih nalazi u okviru Investicionog fonda "Salford"[139] iz Velike Britanije, kao što je već pomenuto. Najveće mlekare dobile su vlasnike i oni su podeljeni u dve grupe, a ostala je i treća grupa od oko 200 mini - privatnih mlekara.

Oko polovine tržišnog kolača se odnosi na učešće domaćeg proizvođača Imlek, koji je u stalnom porastu. Na osnovu podataka prikupljenih od strana Ministarstva poljoprivrede, šumarstva i vodoprivrede Republike Srbije, zaključuje se da je Imlek najveća domaća mlekara, koja nema značajne konkurente na domaćem tržištu. Zbog svoje veličine i tržišnog učešća u Srbiji, kompanija je u prošlosti u javnosti optuživana da koristi svoj monopolski položaj pri određivanju otkupne cene mleka, dok je u avgustu mesecu 2012. godine, zajedno sa Mlekarom Subotica optužena za povredu konkurentcije i zloupotrebu dominatnog položaja.U korak sa Imlekom je i Mlekara Subotica. Trebalo bi napomenuti da je Mlekara Subotica u vlasništvu iste kompanije kao i Imlek.

Bez obzira da li neko voli da ga pije ili ne, mleko je namirnica koja prati svakog čoveka od početka zivota. Danas su se proizvođači potrudili da tako neophodnu životnu namirnicu ponude u različitim pakovanjima, a sve popularnije je dugotrajno mleko. Lako za korišćenje, ne mora da se kuva, može da se pije “direktno iz frižidera”, duže traje i odličan je dodatak svim vrstama kafa.Kada se kaže dugotrajno mleko prva asocijacija je “Kravica” Imleka. Najpoznatiji brend je “Moja Kravica”. Takođe, ako se posmatra tržište dugotrajnog mleka, opet se nailazi na podatke koji govore da je dominantan jedan proizvođač, a to je Imlek. Mora se napomenuti, da je uzeto u

[139]Ovaj fond je večinski vlasnik sa oko 79% akcija u 'Imleku', 82% akcija u 'Mlekari Subotica', a poseduje i Mlekaru Zaječar i Novosadsku mlekaru, koja je juna 2012. godine zatvorena.

obzir i čokoladno mleko prilikom analize podataka. U oblasti dugotrajnog mleka nije profitisan veliki broj marki, odnosno teško ih je razlikovati na osnovu naziva, a najčešće bez imena proizvođača ne znamo o kojoj marki je reč. Ima izuzetaka, kao što smo već naveli, sa Imlekovom "Kravicom".

Relativna penetracija je procenat domaćinstva koja su u posmatranom periodu (od godinu dana) kupila određenu robnu marku (u našem slučaju proizvode određenog proizvođača). Na osnovu toga, može se zaključiti da je najatraktivniji proizvođač među proizvođačima (u našem primeru dugotrajnog mleka) Imlek, jer je 81,2% domaćinstava bar jednom u toku prošle godine kupilo ovu vrstu mleka, dok Mlekara Subotica ima tendenciju po indikatoru aktivnost da pretekne svog najvećeg takmičara Novosadsku mlekaru.

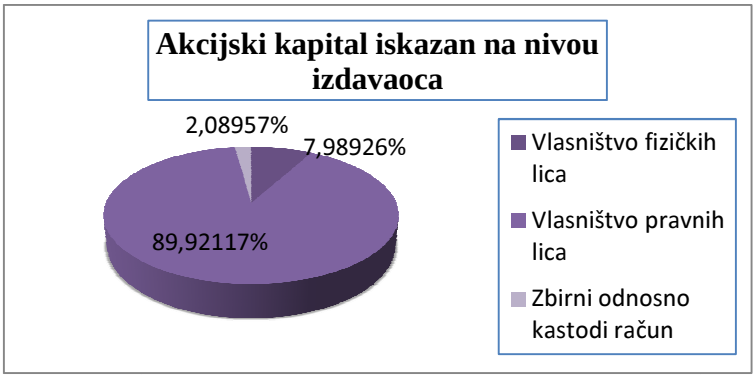
Analizirajući tržišno učešće i izjave iz kompanija Imlek i Mlekare Subotica, dolazimo do sledećih podataka: Iz kompanije Imlek saznajemo da (po njima) su oni glavni domaći proizvođači mleka, dok iz kompanije Mlekara Subotica nam govore kako se na domaćem tržištu vodi borba između više konkurenata (Imlek, Subotička mlekara...), dok je konkurencija iz inostranstva tek neznatno prisutna.

Međutim, kompanija Imlek radi na stalnom modernizaciji i pogodnostima za svoje kupce. Posebnu novost predstavljaju novi unapređeni izveštaji koji će i samim kupcima uskoro omogućiti bolji uvid u dinamiku dostave. Naime, Imlekov kupac će na zahtev uskoro moći dobiti podatak o tome kada mu je tačno roba isporučena, za svaki dan u mesecu, kao i o vremenskom trajanju dostave. Na ovaj način Imlek još jednom pokazuje da izuzetnu pažnju posvećuje svojim kupcima.

# 3.VLASNIČKA STRUKTURA

Većinski vlasnik sa oko 89% učešća u kapitalu kompanije Imlek od 2003. godine je londonski investicioni fond Salford odnosno Danube Foods Group, vodeće grupacije u okviru prehrambene industrije.

Grafik br.1:*Akcijski kapital iskazan na nivou izdavaoca*




Izvor: *www.crhov.rs*

Statutarni organi kompanije "Imlek" a.d. su:

- Skupština akcionara
- Upravni odbor
- Izvršni odbor direktora
- Nadzorni odbor
- Generalni director

Tabela br 1: *Redosled prvih 10 akcionara po broju akcija*

| Rbr | Akcionar | Broj glasova | % od ukupne emisije |
|---|---|---|---|
| 1. | DANUBE FOODS GROUP B.V. | 6904487 | 78,98958 |
| 2. | IMLEK AD | 633253 | 7,24462 |
| 3. | AKCIONARSKI FOND AD BEOGRAD | 120456 | 1,37806 |
| 4. | ZVEZARA-CER DOO BEOGRAD | 68391 | 0,78242 |
| 5. | BANCA INTESA AD BEOGRAD- KASTODI RAČUN | 41830 | 0,47855 |
| 6. | GUSTAVIA FONDER AKTIEBOLAG | 40000 | 0,45761 |
| 7. | BDD M&V INVESTMENTS- ZBIRNI RAČUN | 28640 | 0,32765 |
| 8. | BANCA INTESA AD BEOGRAD- KASTODI RAČUN | 23890 | 0,27331 |
| 9. | PIO FOND RS | 17764 | 0,20323 |
| 10. | VUČIĆEVIĆ ZORAN | 16545 | 0,18298 |

Izvor: *www.crhov.rs*

Investicioni fond Salford je do većinskog vlasništva nad Imlekom došao 2003. godine, dokapitalizacijom i kupovinom 44% akcija za 36 miliona dolara, a suvlasnici su činili mali akcioanri sa 32% glasova i udeo države- Akcijski fond sa 23%. Sa 44% kapitala Salford je stekao i 58% u upravljanju kompanijom. Ovim su stvoreni uslovi za modernizacijom kompanije i njeno uklapanje u najsavremenije svetske tehnološke trendove. Uz podršku Salforda Imlek je najpre započeo ulaganja u primarnu proizvodnju obezbedivši kredite u ukupnoj vrednosti od 4 miliona evra, a cilj ovog finansijskog programa je bilo formiranje farmi sa većim brojem grla, povećanje proizvodnje i poboljšanje kvaliteta sirovog mleka. Unapređenjem poslovanja je značajno podignut kvalitet proizvoda što je omogućilo i izvoz proizvoda na tržište zemalja Evropske unije.

# 4. ANALIZA FUNDAMENTALNIH POKAZATELJA

Tržišna kapitalizacija se računa kao proizvod broja emitovanih akcija u prometu i cene akcije na berzi. Dakle, predstavlja ukupnu tržišnu vrednost svih izdatih akcija kompanije, odnosno pokazuje koliko tržište vrednuje kompaniju. Ovaj pokazatelj se menja svakoga dana kao i cena akcije. Konkretno za ovu akciju ‘’IMLK’’ iznosi 27,665,296,650 RSD.[140]

[140] Podaci preuzeti sa www.belex.rs na dan 22.02.2013.

Sledeći pokazatelj je zarada po akciji (EPS), koja se izračunava tako što se neto dobit podeli sa brojem običnih akcija. Ovaj pokazatelj je izuzetno značajan jer nam pokazuje zarađivačku moć obične akcije, odnosno koliko je kompanija profitabilna i u ovom slučaju iznosi 222,35. Da bi se sagledala prava slika preduzeća, neophodno je upoređivati ga sa predhodnom godinom ili nizom predhodnih godina. Takođe, neto dobitak po akciji je pouzdan pokazatelj kako za postojeće akcionare, tako i za upravu preduzeća i potencijalne ulagače koji nameravaju da investiraju svoj kapital.

Sledeći pokazatelj je cenovni multiplikator (P/E, Price/Earnings Ratio) koji se i računa kao odnos tržišne cene po akciji i neto dobiti po akciji (EPS). Ovaj pokazatelj nam govori koliko će investitori biti spremni da plate na 1 dinar (evro, dolar) zarade. U ovom primeru je to iznos od 14,17. Veći racio ukazuje na veći budući rast neto dobitka po akciji, što znači da će ulagači imati više poverenja u ovo preduzeće, kao i u njegovu budućnost. Međutim, ovaj koefcijent se ne može posmatrati izolovano od ostalih faktora, naročito kada se ima u vidu da su vrednosti ovog koeficijenta veoma visoke, a nekad apsurdno niske. U zavisnosti, naime, od stepena razvijenosti tržišta, industrijske grane kojoj kompanija pripada i tipa kompanije, zavisi i ovaj odnos.

Zatim sledi P/B koji predstavlja odnos tržišne cene prema knjigovodstvenoj vrednosti akcije. Knjigovodstvena vrednost je uslovljena predhodnim događanjima, dok je tržišna vrednost preduzeća uslovljena očekivanim budućim prinosima. Niži P/B od 2,77 nam govori da je akcija podcenjena, ali to ne mora biti slučaj sa ovom akcijom, jer je to samo realan odnos kretanja na našem tržištu. U svakom slučaju, kod tumačenja ovog pokazatelja treba biti oprezan, jer se nameće veoma važno pitanje: kako je vrednovana stalna imovina, da li po nabavnoj ili po fer vrednosti.

Poslednji pokazatelj ROE (Return on Equity) ili stopa prinosa na sopstveni kapital predstavlja odnos veličine: ostvarenog neto dobitka i sopstvenog (akcijskog) kapitala. U ovom primeru iznosi 19,48% što pokazuje koliko je kompanija ostvarila profita u poslednja četiri kvartala u odnosu na uloženi kapital akcionara.

Tabela br.2: *Pokazatelji*

| Pokazatelji | 2013 |
|---|---|
| **Tržišna kapitalizacija** | 27.665.296.650 |
| **EPS** | 222,35 |
| **P/E** | 14,23 |
| **P/B** | 2,77 |
| **ROE** | 19,48 |

Izvor: *www.belex.rs*

Vrednost akcije kompanije IMLEK (IMLK) na dan 22.02.2013 je iznosila 3.615 dinara. Najniža cena u intervalu od 52 nedelje je bila 05.06.2012. kada je iznosila 1.960, dok je najviša za ovaj period 3.300 na dan 10.01.2013.

U poslednjoj posmatranoj nedelji (18.02-22.02.2013) je zabeležen solidan promet kompanije Imlek od 10,8 miliona dinara, koji je blago oscilirao oko nivoa 3.160 dinara. Ova kompanija je

nastavila sa trendom otkupa sopstvenih akcija po ceni od 3.250 dinara i trenutno raspolaže sa 7,2% akcija u vlastitom portfelju.
Još uvek kompanija nije objavila poslovne rezultate za 2012. godinu, ali su u predhodnoj (2011) i prvoj polovini prošle godine, zabeleženi konsolidovani prihodi od 19,3 milijarde dinara (2011) i 13,4 milijarde dinara (prva polovina 2012) i konsolidovana neto dobit od 1,9 milijarde dinara i 942, 9 miliona dinara.

Grafik br.2: *Kretanje IMLK cena akcija za period od godinu dana*




Izvor: *www.broker.rs*

Kretanje za period od godinu dana prikazano je sledećom grafikom, gde se uočava najniže kretanje u junu mesecu 2012, ali takvo stanje je i kod većine drugih kompanija iz grane, što je rezultat kritičnijeg stanja na Beogradskoj berzi. Naime, u tom periodu promet je dostigao najniže grane od kada je počela trgovina akcijama u poslednjoj deceniji. Nakon toga, uz blago osciliranje, beleži se konstantan rast cene akcija sve do kraja posmatranog perioda tj. februara 2013. godine.

# ZAKLJUČAK

Osnovni cilj finansijske analize predstavlja ispitivanje i utvrđivanje finansijskog položaja i uspešnosti poslovanja preduzeća na osnovu njenih finansijskih izveštaja. Finansijska analiza je deo složene analize poslovanja, ali deo od kojeg se u analizi najčešće kreće.

Takođe, ona ima za cilj da na osnovu utvrđenog kvaliteta i kvantiteta analiziranog objekta pruži informacije o njegovom bonitetu ili trendu razvoja. Takve informacije predstavljaju osnove za preduzimanje određenih korektivnih akcija usmerenih ka popravljanju boniteta i trenda razvoja analiziranog objekta

Analiza finansijskih izveštaja je zasnovana na finansijskim izveštajima, koji predstavljaju završnu fazu računovodstvenog procesa obrade podataka i samim tim predstavlja nosioca računovodstvenih informacija. Za ove informacije je zainteresovan veliki broj interesnih grupa, ali da bi one zaista zadovoljile zahteve i potrebe korisnika, neophodno je da se informacije razumeju tj. da se pretvore u upotrebljive. Ovo nas uvodi u sam značaj finansijske analize, čiji je osnovni zadatak upravo da omogući razumevanje finansijskih izveštaja, odnosno vrednosti sadržanih u pomenutim izveštajima.

Iz gore navedenog proizilazi da su cilj i zadaci analize uslovljeni motivima i potrebama analitičara, odnosno korisnika. Finansijska analiza je neophodna menadžmentu, tako i investitorima, poslovnim bankama, poveriocima i dr. Različiti subjekti će pri tome postavljati različite zahteve pred finansijsku analizu. Bez obzira na to što se razlikuju zahtevi korisnika, primenjivane tehnike analize su iste.

U preduzeću se finansijska analiza ne koristi isključivo za vrednovanje performansi firme, već takođe i za vrednovanje performansi sektora, odeljenja ili proizvodnih linija. Interna analiza se razlikuje od one koja se koristi za eksterne potrebe, jer analitičarima unutar preduzeća stoje na raspolaganju, pored bilansa stanja i uspeha, sve informacije koje se mogu izvući iz postojeće organizacije. Zbog toga je interna analiza, po pravilu dublja od eksterne, čiji zaključci mogu imati samo karakter nagovešataja ili indikacija.

Eksterna analiza je namenjena svim ostalim korisnicima van preduzeća koji imaju svoje interese u dotičnom preduzeću. Ovde se prvenstveno misli na vlasnike kapitala, potencijalne investitore, kreditore, vladu i njene agencije, revizorske kuće, razna poslovna udruženja, konkurentska preduzeća itd. Svi oni su podjednako zainteresovani, naravno svako iz svog ugla, da preduzeće dobro posluje, razvija se i napreduje, a finansijska analiza treba da rezultuje nekom konačnom odlukom vezanom za to preduzeće. Eksterna analiza se vrši na osnovu finansijskih izveštaja koji su postali dostupni široj javnosti obaveznim obelodanjivanjem. U postupku analize finansijskih izveštaja upotrebom različitih metoda i instrumenata vrži se ispitivanje i ocena finansijskog stanja i uspešnosti poslovanja. Izbor tehnika zavisiće od informacionih ciljeva analize. Ipak, iskustva analitičara su pokazala da nijedan od načina analize nije dovoljan tj. sveobuhvatan preko kojeg bi korisnici donosili valjane zaključke. Takođe, u sklopu ulaganja u hartije od vrednosti na tržištu u Srbiji, potrebno je bilo osvrnuti se na prisutnost i intezitet potencijalnih rizika kojima su izloženi investitori, kao i o merama zaštite. Međutim, tržište finasijskih derivata nije razvijeno u našoj

zemlji tako da se ne može govoriti o hedžingu kao zaštiti od rizika. Iz navedenog sledi da će se razvojem tržišta u Srbiji stvoriti i preduslovi da se omogući i upotreba modela merenja rizika, kao i primena koncepta vrednosti za akcionare, koje se koriste u zemljama u kojima berze funkcionišu već duži vremenski period. Na taj način će rezultati procene vrednosti povećati svoju validnost i tačnost, kao i dovesti do unapređenja i razvoja tržišta hartija od vrednosti u Srbiji.

Sve napred navedeno potvrđuje generalnu hipotezu rada da bi se donele odgovarajuće odluke potrebno je izračunavati i tumačiti finansijske pokazatelje kako za prethodne obračunske periode, tako i za buduće obračunske periode (na osnovu projektovanih finansijskih izveštaja). Međutim, finansijske pokazatelje dobijene iz finansijskih izveštaja nije moguće adekvatno tumačiti bez dinamičke i celovite analize koja se ne zasniva isključivo na finansijskim pokazateljima, dok sa druge strane, bez ovih informacija nije moguće projektovati buduće finansijske izveštaje. Shodno tome, zaključci izvučeni isključivo na osnovu finansijske analize mogu često dovesti korisnike analize u zabludu. Iz tog razloga pored primenjivanih tehnika analize, neophodno je sagledati tržište i promene na tržištu, položaj preduzeća na tržištu, izvor konkurentske prednosti, dinamiku promena u grani u kojoj posluje preduzeće, strategiju preduzeća, vlasničku strukturu...

Da bismo upotpunili sliku neophodno je bilo analizirati neku kompaniju sa domaćeg tržišta, gde je akcenat stavljen isključivo na pokazatelje koji su najvažniji prilikom procene hartija od vrednosti. Predmet praktičnog dela je bila kompanija Imlek ad Beograd, koja se nalazi u sektoru prerađivačke industrije, a bavi se preradom i konzervisanjem mleka, gde je nemoguće bilo ne primetiti koliko je prehrambena industrija Srbije postala jedna od prvih meta stranih i domaćih investitora. To je i očekivano s obzirom da je to odavno najznačajnija i najperspektivnija grana ove industrije, što pokazuju i podaci o proizvodnji, izvozu i drugim pokazateljima u poslednjih nekoliko godina. Oštra konkurencija velikih svetskih proizvođača, kako na domaćem, tako i na izvoznim tržištima, motiviše domaće proizvođače za stalno unapređenje kvaliteta proizvoda.

Analizirajući Imlek morali smo da se osvrnemo i na konkurente na domaćem tržištu, gde smo na osnovu podataka prikupljenih od strana Ministarstva Republike Srbije, zaključili da je, upravo Imlek najveća domaća mlekara, koja nema značajne konkurente.

Imlek je najveća kompanija domaće mlekarske industrije koja spaja znanje, tradiciju i najsavremeniju tehnologiju sa svetskim standardima kvaliteta. Imlek posluje na teritorijama Srbije, Crne Gore, Bosne i Hercegovine, Makedonije. Godišnje prerađuje preko 259 miliona litara mleka i proizvede više od 80 različitih mlečnih proizvoda.

Njen cilj u budućnosti je da dodatno učvrsti svoju vodeću poziciju na domaćem tržištu i da kao proizvođač sa prepoznatljivim mlekom i kvalitetom svojih proizvoda, započne jaču ekspanziju na strana tržišta. Nama ostaje da pratimo kakve kakve će rezultate postići, kao i da se informišemo o ovoj neosporno perspektivnoj kompaniji.

# LITERATURA


1. **Barać S., Stakić B., *Osnovi ekonomije*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2007 god.**
2. **Brealey, Myers, *Principles of corporate finance*, 6th edition, Mc Graw-Hill, Irwin, 2000. god.**
3. **Damodaran A, Corporate Finance, John Willy and Sons, Inc., New York, 2001. god.**
4. **Draganac D, *Međuzavisnost prinosa i rizika na ulaganje u hartije od vrednosti*, Ekonomski fakultet u Beogradu, Powerpoint prezentacija.**
5. **Dželetović M, *Finansijska tržišta*, Beograd, 2007. God.**
6. **Gitman, L. J., *Principles of Managerial Finance*, Harper Collins, New York, 1991. god.**
7. **Gligorić Č, *Rizik kapitala kao faktor procene vrednosti preduzeća*.**
8. **Horne J. C. V., Financial Management and Policy, Prentice-Hall, New Yersey, 2001. god.**
9. **Horngren, C., Sundem, G., Introduction to Management Accounting, 7-th Edition, Prentice-Hall Inc., 1987.**
10. **IASC, Međunarodni računovodstveni standardi, Okvir, par. 15.**
11. **Ivaniš, M., *Upravljanje finansijama*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009. god.**
12. **Ivanišević M, *Poslovne finansije*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, 2010. god.**
13. **Jeremić Z, *Finansijska tržišta*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009. god.**
14. **Kaen, F.R. *Corporate Finance*, Blackwell, Cambridge, 1995. god.**
15. **Knežević G., *Analiza finansijskih izveštaja*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009. god.**
16. **Knežević G, *Izveštavanje o finansijskim derivatima u funkciji unapređenja kvaliteta računovodstvenih informacija*, Fakultet za menadžment Braća Karić, Beograd, 2006. god.**
17. **Krasulja D., Ivanišević M., *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2000. god.**

18. **Labus M, *Osnovi ekonomije*, Stubodi kulture, Beograd, 1999. god.**
19. **Miljević M., *Metodologija naučnog rada*, Filozofski fakultet – Univerzitet u Istočnom Sarajevu Filozofski fakulet, Pale, 2007. god.**
20. **Moris M.K, Siegel M.A, prof. dr Dabić S, *U obliku novca- vodič kroz hartije od vrednosti*, IQ media, Beograd, 1995. god.**
21. **Muminović S, Milićević L, Zeremski A, *Rizici ulaganja u obveznice i akcije*, Ekonomski institut, Beograd, 2013. god.**
22. **Petrović, Denčić-Mihajlov,*Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Niš, 2007. god., str. 244.**
23. **Ranković J., *Upravljanje finansijama preduzeća*, deveto pon. Izdanje, Ekonomski fakultet, Beograd, 1999. god.**
24. **Ross, Westerfield, Jaffe, *Corporate Finance*, Sixth Edition, Mc Graw-Hill Irwin, New York, 2002.**
25. **Smith, J.L., et al, Financial Accounting**
26. **Stevanović N., Upravljačko računovodstvo, Ekonomski fakultet, Beograd, 2000. god.**
27. **Stojiljković M., Krstić J., *Finansijska analiza*, Ekonomski fakultet, Niš, 2000. god.**
28. **Šoškić D, *Hartije od vrednosti: upravljanje portfoliom i investicioni fondovi*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd, 2008. god.**
29. **Šoškić D, Živković B, *Finansijska tržišta i institucije*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd, 2007. god.**
30. **Vasiljević M, Vasiljević B, Malinić D, *Finansijska tržišta*, Komisija za hartije od vrednosti, Beograd, 2008. god.**
31. **Vukašinović J, *Računovodstveni tretman forvarda*, Računovodstvo,1-2, Beograd, 2010. god.**

## Elektronski izvori:


1. **http://www.belex.rs/**
2. **http://www.broker.rs/**
3. **http://www.crhov.rs/**
4. **http://www.imlek.rs/**
5. **http://www.investinginbonds.com/**
6. **http://www.nbs.rs/**
7. **http://www.sec.gov.rs/**
8. **http://www.transtutors.com/**