

1. OSNOVNI POJMOVI POSLOVNOG FINANSIRANJA

Poslovne (ili korporativne) finansije se u osnovi svode na investicione i finansijske odluke kompanija. Finansijski menadžeri u kompanijama rade zajedno s drugim menadžerima kako bi prepoznali mogućnosti ulaganja, izvršili analizu i vrednovanje (procjenu) te mogućnosti i odlučili hoće li i u kojoj mjeri (koliko) investirati. Osim toga, finansijski menadžer mora prikupiti novac za finansiranje investicija kompanije.

Da bi kompanija bila uspješna u svom poslovanju, očigledno je da mora da proizvodi i prodje kvalitetne proizvode odnosno pruža kvalitetne usluge, koji su jedro osnovne djelatnosti preduzeća. Ali, svaka kompanija *mora biti dobra i u finansijama*, a ne samo u osnovnoj (nefinansijskoj) djelatnosti. To znači da mora donositi dobre investicione i finansijske odluke, jer su upravo one faktor koji nekoj kompaniji osigurava da bude korak ispred konkurencije. Niz loših investicionih ili finansijskih odluka može kompaniji prouzrokovati ozbiljne probleme. Donošenje dobrih investicionih i finansijskih odluka je glavni zadatak finansijskog menadžera. Zato trebamo objasniti neke od tih odluka.

Donijeti investicionu odluku znači odlučivati o ulaganju u materijalnu ili nematerijalnu imovinu kompanije. Investiciona odluka počinje prepoznavanjem investicionih mogućnosti (često ih nazivamo projekti kapitalnog ulaganja ili investiranja). Znači, finansijski menadžer mora pomoći kompaniji da identifikuje obećavajuće projekte i odluči koliko želi investirati u svaki od tih projekata. U dalekoj prošlosti se pod pojmom investiranja podrazumijevalo samo ulaganje u materijalnu imovinu (na primjer, investiranje u proizvodni pogon, novu infrastrukturu, objekte, itd.). Danas je pojam ulaganja mnogo širi – obuhvata ulaganje u nematerijalnu imovinu kao što je robna marka (brend), istraživanje i razvoj, patenti, licence, itd.)

Na žalost, sve kapitalne investicije ne uspijevaju. U praksi možemo pronaći veliki broj kompanija koje su vršile ogromna početna ulaganja u razvijanje brendova, koji kasnije nisu „zaživjeli“ i povratili uložena sredstva, a same kompanije su zbog nemogućnosti vraćanja dugova kojima su finansirale ulaganje, otišle u stečaj. Neke odluke nisu same po sebi pogrešne, ali zna se desiti da su donesene u pogrešno vrijeme ili je nastao splet okolnosti (nepredviđen) koji je uticao na to da projekat propadne. U finansijama ne postoji besplatna garancija.

Međutim, ako se savladaju alati investicione analize i ako se ti alati dosljedno primjenjuju, neke stvari se mogu okrenuti na pozitivno. Prilikom odlučivanja o investiranju, izuzetno važnu ulogu igra vrijeme. Investicije koje napravimo danas, stvaraju vrijednost (korsit) u budućnosti, često u prilično velikom budućem periodu (na primjer, u budućih 20 godina). Što više vremena kompanija mora čekati da povрати uložena sredstva, zahtijevani profit (prinos) je veći, a finansijski menadžer zato ne brine samo o apsolutnom iznosu koristi, nego i o tome koliko vremena kompanija mora čekati na taj profit (korist), uzimajući pri tome u obzir vremensku vrijednost novca.

Finansijski menadžer traži način na koji će alocirati vrijednost neizvjesnih budućih novčanih priliva, koji nastaju na račun kapitalnog ulaganja, koje je izvršeno u sadašnjosti. Ta vrijednost treba uzeti u obzir iznos, vrijeme i rizik nastanka budućih novčanih tokova. Finansijski menadžer je taj koji svojoj kompaniji pomaže da ulaže u projekte koji vraćaju višestruke vrijednosti u odnosu na samu vrijednost ulaganja. Svakako je važno istaći da finansijski menadžer nipošto sam ne donosi ovakve velike investicione odluke. Finansijski menadžer je dio tima inženjera, menadžera iz proizvodnje, marketinga i drugih poslovnih funkcija kompanije. Konačnu odluku o investicijama značajnijih vrijednosti donosi najviše rukovodstvo – uprava kompanije.

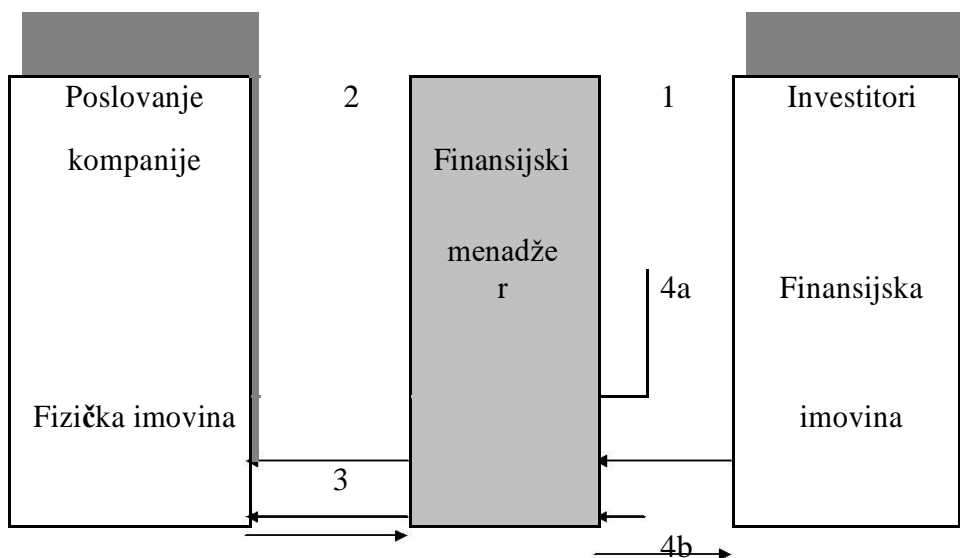
Većina odluka koje finansijski menadžer svakodnevno donosi (najčešće sam) odnose se na odluke relativno manjih vrijednosti i jednostavnije po prirodi (na primjer, kupovina kompjuterske opreme, nekog vozila, itd.). Cilj je, međutim, i dalje povećanje odnosno stvaranje vrijednosti – pronaći onu investiciju koja vrijedi više nego što košta.

Druga odgovornost finansijskog menadžera je prikupljanje novčanih sredstava koje kompanija treba za svoje investiranje i redovno poslovanje. Znači, finansijska odluka je ona koja određuje oblik i iznos finansiranja nekog ulaganja kompanije. Kada kompanija treba novac, može pozvati vlasnike i druge investitore da ulože novac a za uzvrat da dobiju udio u dobiti, ili im taj novac vraća u nizu fiksnih otplata, uz određenu nadoknadu za korišćenje njihovih sredstava. U prvom slučaju investitore koji daju taj novac kompaniji nazivamo investitorima u vlasničke udjele ili akcije (ako se radi o statusno-pravnom obliku akcionarskog društva), a finansiranje kompanije doprinose pomoću kapitala. U drugom slučaju investitor postaje povjerilac kompanije, kome se jednog dana vraćaju sredstva, bilo da se radi o zajmu ili emisiji dužničkih vrijednosnih papira – obveznica, a finansiranje kompanije doprinose pomoću dugovanja. Izbor mješavine dugoročnog finansiranja

se naziva odluka o strukturi kapitala (ovdje riječ „kapital“ obilježava sve dugoročne izvore finansiranja – kapital i dugoročne dugove). Izbor mješavine ukupnog (dugoročnog i kratkoročnog) finansiranja se naziva odluka o finansijskoj strukturi. Kod ovog izbora, finansijski menadžer mora odlučivati da li će dodatna sredstva „nabaviti“ emisijom korporativnih obveznica ili će uzeti zajam od banke, na koji period treba posuditi novac, koje klauzule o osiguranju mora ugraditi u zajmovni odnos (mogućnost prijevremenog vraćanja posuđenog novca, ili prolongiranja dospijea, itd.), u kojoj valuti će se zadužiti, šta će ponuditi kao garanciju za vraćanje duga, itd.

Osim dugoročnih investicionih i finansijskih odluka, finansijski menadžer mora donositi ove odluke i na kratkoročnom planu. On mora osigurati da kompanija ima dovoljno gotovine u trenutku dospijea tekućih obaveza za plaćanje ali je odgovoran i za to da svaki višak novca bude upotrijebljen na način da „zarađuje“. Finansijski menadžer je uključen u mnoge druge svakodnevne aktivnosti, kao što je praćenje boniteta kupaca kojima se prodaje sa odgodom plaćanja, briga o naplati potraživanja, donošenje odluka o visini ulaganja u zalihe (sirovina i gotovih proizvoda), devizno poslovanje i konverzije u primjerima kada je kompanija aktivna na međunarodnom tržištu, mora identifikovati i pravilno upravljati rizicima. Slika 1 prikazuje tok novca između investitora i poslovanja kompanije.

Slika 1: Tok novca između investitora i kompanije



Legenda:

- 1 – pribavljanje novca prodajom finansijske imovine investitorima.
- 2 – ulaganje novca u poslovanje kompanije.
- 3 – novac koji nastaje iz poslovanja kompanije.
- 4a – reinvestiranje generisanog novca.
- 4b – vraćanje novca investitorima.

Iz dosadašnjeg istraživanja tematike smo mogli uočiti da finansijski menadžer stoji između kompanije i vanjskih investitora. S jedne strane on pomaže pri upravljanju poslovanjem kompanije, posebno pomaže prilikom izbora dobre investicione odluke. S druge strane, on saraduje sa investitorima – ne samo akcionarima (vlasnicima) nego i bankama i drugim finansijskim institucijama te finansijskim tržištima.

Iz Slike 1 se može vidjeti i razlika između fizičke i finansijske imovine. Fizička imovina se koristi za proizvodnju proizvoda i usluga, znači produkata osnovne djelatnosti kompanije. Ona podrazumijeva materijalnu imovinu (mašine, fabrike, zgrade, oprema, itd.) i nematerijalnu imovinu (tehnološko znanje i know-how, zaštitni znaci, patenti, licence, robne marke, itd.). Kompanija finansira svoja ulaganja u fizičku imovinu izdavanjem finansijske imovine investitorima. Akcija je finansijska imovina koja ima vrijednosti kao potraživanje na fizičku imovinu kompanije i dobit koju ta imovina stvara. Bankarski zajam je isto tako finansijska imovina – daje banci pravo da potražuje svoj novac uvećan za kamatu. Ako poslovanje kompanije ne može generisati dovoljno novca da se banci vrati zajam, ona može pokrenuti stečajni postupak i naplatiti svoja potraživanja iz fizičke imovine kompanije. Obveznice su finansijska imovina koju kompanije izdaju kako bi prikupile potreban novac za ulaganje u fizičku imovinu, a njome se vlasniku obveznice obavezuju da će mu vratiti glavnicu uvećanu za kuponsku kamatu. Akcija i obveznica su vrijednosti papiri kojima se može trgovati na organizovanom tržištu – berzi.

1.1. Načela i ciljevi finansiranja kompanije

Svaka poslovna odluka je prije ili kasnije povezana sa novcem. Zbog toga moramo biti svjesni da je jedro finansiranja preduzeća poznavanje finansijskih posljedica prilikom pripreme, prihvatanja, izvođenja, nadziranja ili analiziranja odluka o finansiranju preduzeća.

Da bismo shvatili i prihvatili osnovne finansijskog poslovanja, prvo moramo poznati načela i ciljeve finansiranja preduzeća.

Osnovna načela finansiranja su:

- načelo povećavanja vlasnikovog bogatstva kao povećanje tržišne cijene jedinice vlasničkog kapitala,
- načelo potrebne likvidnosti i solventnosti,
- načelo potrebnog (vlasničkog) kapitala, što znači adekvatnost kapitala s obzirom na djelatnost preduzeća i rizik prilikom vršenja specifičnih poslova,
- načelo finansijske stabilnosti kao načelo ročne usklađenosti investicija i raspoloživih izvora finansiranja, kao adekvatan odnos sredstava i dugova,
- načelo primarnog odnosa vlasničkog kapitala i dugova sa aspekta finansijske poluge i njenog uticaja na tržišnu vrijednost jedinice vlasničkog kapitala,
- načelo finansiranja s obzirom na rizik povjerioca da neće naplatiti svoja potraživanja, rizik nepostizanja potrebnog finansijskog rezultata,
- načelo finansijske elastičnosti, s obzirom na mogućnost pobijanja dodatnih izvora finansiranja i prijevremenog otplaćivanja dugova.

Tako navedena najvažnija načela finansiranja vode do određivanja **temeljnih ciljeva finansiranja preduzeća**. Ti ciljevi su prije svega:

- usklađivanje veličine, strukture i kretanja sredstava (imovine) i izvora finansiranja u smislu vertikalne i horizontalne ravnoteže kao konstitucionalne, likvidnosne i finansijske strukture,
- postizanje trajnosti finansijskog poslovanja (kroz osiguranje racionalnog finansiranja, optimalne solventnosti i snižavanja finansijskih rizika),
- realizacija zahtijevanog finansijskog rezultata (pozitivnog novčanog toka iz poslovanja preduzeća),

- raspoređivanje finansijskog rezultata (raspodjela za lične ili druge potrebe, u izvore za finansiranje tekućeg poslovanja i razvoj preduzeća, dividende i druge svrhe),
- povećanje finansijske snage (povećanje tržišne vrijednosti preduzeća).

Potrebno je još dodatno pojasniti neke pojmove koje smo spomenuli kao sastavni dio ciljeva finansiranja preduzeća.

Konstituciona struktura je pojam koji se odnosi na strukturu (konstituciju) sredstava (imovine) preduzeća. Pri tome je potrebno postići da preduzeću u zavisnosti od njegove djelatnosti uz određenu veličinu stalnih sredstava (nematerialna imovina, osnovna sredstva i dugoročna finansijska ulaganja) pripada odgovarajuća veličina obrtnih sredstava (zalihe, potraživanja, kratkoročna finansijska ulaganja, novac) i tako omogućava iskorištavanje kapaciteta stalnih sredstava.

Likvidnosna struktura je pojam koji se isto tako odnosi na strukturu sredstava (imovine). U ovom slučaju se radi o likvidnosni pojedinih vrsta sredstava odnosno „udaljenosti“ pojedinog oblika nenovčanih sredstava od novčanog oblika. Radi se o sposobnosti i potrebnom vremenu za preoblikovanje nenovčanih sredstava u novac.

Finansijska struktura se kao pojam odnosi na izvore finansiranja preduzeća. Finansijsku strukturu ocjenjujemo posebno sa aspekta vlasništva (vlasnički kapital i dugovi) i roka raspoloživosti (dugoročni i kratkoročni izvori finansiranja).

Optimalna solventnost znači dostizanje likvidnosti kao potrebnih raspoloživih novčanih sredstava u visini dospjelih obaveza. Pri tome vodimo računa o načelu ekonomičnosti pridobivanja izvora finansiranja (cijena izvora finansiranja) i njihove rentabilne upotrebe (prinos na jedinicu vlasničkog kapitala).

Pozitivan novčani tok predstavlja razliku između prijema i izdataka novca i to je novčano izražen raspoloživi rezultat poslovanja preduzeća.

Povećanje finansijske snage preduzeća znači povećavanje vlasničkog kapitala (osnovnog kapitala i zadržanog dobitka u rezervama ili neraspoređenom dobitku) i time povećanje tržišne vrijednosti preduzeća.

1.2.Međunarodno poslovno finansiranje

Odluka o finansiranju pripada grupi izuzetno važnih odluka finansijskih menadžera koja uklju čuje i odluku o tome treba li se preduzeće finansirati iz sopstvenih ili pozajmljenih izvora finansiranja. Riječ je o odluci koja treba da bude posljedica usvojene politike finansiranja, finansijskog položaja preduzeća, ciljne odnosno željene strukture kapitala, stava menadžmenta prema promjenama u držanju kontrolnog paketa akcija u preduzeću i dodatnih ograničenja kod donošenja menadžerskih odluka.

Definisanje potrebe preduzeća za odgovarajućim oblikom finansiranja finansijski menadžer mora uskladiti sa postojećim tržišnim uslovima, dostupnošću izvora i fleksibilnošću/neizvjesnošću vezanim za karakteristike pojedinog finansijskog instrumenta, imajući u vidu inovacije pojedinih finansijskih instrumenata.

Treba razmotriti probleme i metodološke postavke izračunavanja cijene pojedinih izvora finansiranja kako bi smo donijeli odgovarajuće finansijske odluke, koje u osnovi uključuju: koliko kapitala pribaviti iz pozajmljenih izvora, da li reinvestirati dobiti, po kom osnovu jačati sopstveni kapital, ili pak isplatiti dividende, te ako će se isplatiti po kojoj stopi, da li kapital pribaviti na tržištu vrijednosnih papira ili putem banaka, da li kapital pribaviti na dugi ili kratki rok, da li emitovati vlasničke ili povjerilačke (dužničke) vrijednosne papire, koju vrstu vrijednosnih papira emitovati i kada.

Sve ove odluke reflektuju se na desnu stranu bilansa stanja, tj. pasivu, koja informiše kako je finansirana imovina preduzeća.

Dugoročni izvori finansiranja imaju rok dospijea duži od godinu dana. S obzirom da kompaniju posmatramo sa aspekta pretpostavke o njenom vremenski neograničenom poslovanju (engl. going-on-concern), kapital koji uplate vlasnici kompanije možemo okarakterisati kao najdugoročniji izvor finansiranja. Ako se radi o kompaniji koja je organizovana kao akcionarsko društvo, govorimo o akcionarskom kapitalu⁸, a osnovna »jedinica« kapitala je obična akcija. Osim toga, u akcionarskim društvima se pojavljuju i preferencijalne akcije koje imaju neke karakteristike akcija i neke karakteristike obveznica. Međutim, dugoročni izvori finansiranja ne moraju biti obezbijeđeni od strane vlasnika. Kompanija može na tržištu prikupljati potrebne dugoročne izvore finansiranja, plasiranjem obveznica kao dužničkih vrijednosnih papira ili može dugoročne izvore finansiranja pribaviti putem različitih vrsta bankarskih kredita i alternativnih izvora finansiranja.

Prva asociacija na pojam međunarodnih finansija je finansijsko područje rada u uslovima poslovanja sa inostranstvom. Kada poslujemo sa inostranstvom susrećemo se sa deviznim tržištem, deviznim kursom i kotacijom, paritetnim uslovima u međunarodnim finansijama i određenim vrstama finansijskog rizika.

Razmjena robe i usluga između država protiče u skladu sa temeljnim ekonomskim načelima, mada uočavamo razlike u odnosu na tu istu razmjenu koju bi izvršili u okviru jedne nacionalne privrede. Razlog za to je činjenica da privredni subjekti koji su akteri u razmjeni imaju sjedišta u različitim državama, što znači da posluju u različitim pravnim, poreskim, carinskim, finansijskim i kulturnim okruženjima. Ono što nam privlači pažnju je prije svega kategorija koju ne srećemo u okviru razmjene u nacionalnoj privredi. Ta varijabla je devizni kurs odnosno odnos po kom je moguće zamijeniti jednu valutu za drugu. Iako nam kursne liste daju informacije o tom odnosu, moramo istaći da oblikovanje deviznog kursa ni izdaleka nije jednostavno.

2. STRUKTURA SISTEMA MEĐUNARODNOG FINANSIRANJA

Da bi se mogao determinisati model funkcionisanja međunarodnog finansiranja na globalnom nivou neophodno je definisati globalnu strukturu i principe međunarodnog finansijskog mehanizma.

Osnovni segmenti međunarodnog finansijskog sistema su:

- Finansijske institucije,
- Finansijski instrumenti,
- Finansijski tokovi,
- Mere monetarno-kreditne i fiskalne politike i
- Finansijsko tržište.

Imajući u vidu globalnu uslovljenost međunarodnih monetarnih i finansijskih odnosa, samim tim i međunarodne finansijske institucije imaju snažan upliv na te odnose i nezaobilazan su činilac u funkciji međunarodnog finansiranja. Globalizacija svetske ekonomije je proces koji se ne može zaustaviti pa shodno tome nerazvijene zemlje i zemlje u razvoju su subjekti globalne ekonomije koji se nepobitno moraju uključivati u svetske ekonomske tokove. U tom procesu, kako sami sebi ne mogu pomoći dovoljno, iz mnogobrojnih razloga (političkih, obrazovnih, strukture privrede), treba im ukazati pomoć. Upravo zato i postoje brojni oblici međunarodnih finansijskih i bankarskih institucija. Njihova struktura je sledeća:

- Centralne monetarne ustanove,
- Banke opšteg ili univerzalnog tipa, specijalizovane i mešovite banke,
- Posebnim oblici bankarskog organizovanja sa posebnim delokrugom rada,
- Štedno-kreditne organizacije (štedionice, poštanske štedionice, štedno-kreditne zadruge i štedno-kreditne službe),
- Ostale (specijalizovane i druge) finansijske organizacije.

Finansijski instrumenti predstavljaju oblike u kojima se iskazuju imovina privrednih subjekata. Finansijski instrumenti mogu biti: **bilateralni** (kredit, depozit) i **multilateralni** (hartije od vrednosti, obveznice, blagajnički zapisi, sertifikati i dr.).

Finansijski instrumenti po vrstama i sektorima se iskazuju:

-u nefinansijskom sektoru kao: novac, depoziti, hartije od vrednosti (državne obveznice i obveznice banaka), akcije (deonice) o učešću u fondovima banaka i krediti;

-u finansijskom sektoru kao: kratkoročni krediti banaka, srednjoročni i dugoročni krediti banaka i fondova, inostrana aktiva i ostali plasmani;

Finansijski tokovi izražavaju način cirkulacije finansijskih sredstava od jednog subjekta ka drugom u okviru međunarodnog finansijskog sistema. Finansijski tokovi se dele na:

1. Fiskalne finansijske tokove,

2. Regulativne finansijske tokove i

3. Tržišne finansijske tokove.

Međunarodne finansijske aktivnosti podležu veoma strogim propisima u svim zemljama sveta. Međutim, danas postoji snažna tendencija u pogledu deregulacije u oblasti finansija posebno u oblasti bankarstva i brokerskih poslova sa hartijama od vrednosti i garantovanja emisija hartija od vrednosti. Danas sve veći broj država prihvata neophodnost koordinisanja svojih regulatornih aktivnosti, kako bi u dogledno vreme sve banke i njihovi najbliži konkurenti koji posluju na međunarodnim tržištima poslovali po istim pravilima, a to je proces koji se naziva *harmonizacija*.

Međunarodne bankarske aktivnosti podležu propisima iz skoro istih razloga kao kada je u pitanju domaće bankarsko poslovanje. Postoji univerzalno strahovanje u smislu zaštite sigurnosti sredstava deponenata, koje obično poprima formu zakona i propisa koji ograničavaju izloženost banke riziku, kao i pravila koja propisuju minimalan iznos akcijskog kapitala vlasnika koji predstavljaju obezbeđenje u odnosu na gubitke od poslovanja. Propisi često ograničavaju nebankarske finansijske aktivnosti kako bi se sprečilo prekomerno izlaganje riziku, i definišu krivične aktivnosti. Međunarodne bankarske aktivnosti takođe podležu regulativi koja propisuje granicu do koje međunarodne banke mogu da obezbede sredstva putem odobravanja zajmova i pružanja depozitnih usluga, a u cilju unapređenja stabilnog rasta novčanih sredstava i kreditnih aktivnosti, kao i sprečavanja ugrožavanja ekonomske stabilnosti u pojedinim državama.

Međutim, mnogi međunarodni bankarski propisi jedinstveni su samo onda kada je u pitanju međunarodno tržište - tj. ne primenjuju se na većinu aktivnosti u domaćem bankarstvu. Na primer, devizna kontrola zabranjuje izvoz domaće valute da bi zaštitila naciju od gubitka rezervi inostrane valute, što može dovesti do smanjenja mogućnosti države da otplati međunarodne zajmove i da kupi robu i usluge u inostranstvu. Sledeći primer odnosi se na propise koji ograničavaju odliv malog iznosa postojećeg kapitala, koji je za neke države od vitalnog značaja kada je u pitanju stabilnost domaće privrede. U mnogim delovima sveta postoji i snažna potreba da se zaštite domaće finansijske institucije i finansijska tržišta od inostrane konkurencije. Mnoge države žele da izbegnu međunarodne prepreke i preveliku zavisnost od drugih zemalja kada su posredi vitalne sirovine i druge robe i usluge. Ova filozofija izolacionizma često vodi do direktne zabrane inostranim kompanijama da budu prisutne sa svojim bankarskim uslugama, a takođe može dovesti do ograničenja međunarodnog poslovanja domaćih banaka. Osnovne kontrolne institucije, u okviru međunarodnih finansijskih organizacija koje su zadužene za kontrolu svih finansijskih i bankarskih tokova u globalnim okvirima, su Međunarodni monetarni fond, Svetska banka za obnovu i razvoj i nacionalne monetarne vlasti (centralne banke).

Finansijsko tržište predstavlja deo finansijske infrastrukture u okviru koje se sučeljavaju odnosi ponude i tražnje novčanih sredstava, u čemu učestvuju bankarski i drugi finansijski posrednici.

Finansijsko tržište je određena finansijska infrastruktura brojnih specijalizovanih tržišta i sklop ustanova, mehanizama i instrumenata pomoću kojih se stalno transformišu oblici finansijske imovine.

Svetsko finansijsko tržište izražava celokupnost brojnih, manjih ili većih međunarodnih tržišta novca i novčanog kapitala, pri čemu je međunarodno samo ono finansijsko tržište koje je dostupno svakom učesniku, nezavisno iz kog prostora potiče i kakve finansijske potrebe ima. Prema tome, svetsko finansijsko tržište je zbirni izraz ukupne ponude i potražnje novčanog kapitala, uključujući i njegove raznovrsne segmente koji nastaju između pojedinih nacionalnih finansijskih tržišta i interaktivno utiču na funkcionisanje domaćih finansijskih tržišta.

Evrodolarsko tržište –tržište za dolarske zajmove, obligacije ili depozite u Evropi, koje ne podpada pod američku bankarsku regulaciju i propise.

2.1.Međunarodno tržište novca

Tržište novca predstavlja jedan od najvažnijih segmenata finansijskog tržišta svake zemlje. Ono se najjednostavnije može definisati kao „mesto susretanja ponude i tražnje kratkoročnih finansijskih instrumenata(aktive)“. Kratkoročni finansijski instrumenti, ili kako se još nazivaju instrumenti tržišta novca su oni finansijski instrumenti čiji je rok dospeća kraći od jedne godine.Međutim,neophodno je praviti razliku između pojmova novčanog tržišta i tržišta novca. Pojam novčano tržište se vezuje za ukupne novčane transakcije jedne zemlje. Ono je opštije, šire i obuhvata skoro sve novčane transakcije svih kategorija učesnika privrednog i društvenog života,i može se definisati kao ukupnost svih novčanih transakcija u okviru jedne nacionalne ekonomije iz odnosa ponude i tražnje kratkoročnih slobodnih novčanih sredstava izraženih u različitim vidovima bilateralnih i multilateralnih finansijskih instrumenata. Kao takvo, u sebi objedinjuje ukupnu ponudu i tražnju novčanih sredstava, finansijske instrumente kao i finansijske transakcije koje se obavljaju u odnosima između pravnih i fizičkih lica međusobno, kao i između preduzeće i finansijskih organizacija i stanovništva i između svih njih, na jednoj strani, i države i centralne banke, na drugoj strani. Po istom izvoru, novčano tržište se sastoji iz šest specijalizovanih tržišta:

- kreditnog tržišta, na kome se daju ili uzimaju kratkoročna novčana sredstva u formi kredita,
- eskontnog tržišta, gde se vrši trgovina komercijalnim menicama, to jest njihov eskont (otkup pre roka dospeća) i reeskont (kreditiranje tekvog otkupa od strane centralne banke),
- lombardnog tržišta, gde se trguje lombardnim kreditima,
- tržišta žiralnog novca, gde se kupuju i prodaju depozitni i žiralni novac,
- primarnog i sekundarnog tržišta kratkoročnih hartija od vrednosti i
- deviznog ili internacionalnog tržišta, gde se vrši kupovina i prodaja stranih sredstava plaćanja i utvrđuje cena deviza odnosno devizni kurs.

Pojam tržišta novca je međutim uži. Ono se odnosi na definisan prostor, vreme ,pravila i druge uslove pod kojima dolazi do organizovanog susretanja ponude i tražnje za kratkoročnim finansijskim instrumentima. Pod tim instrumentima podrazumevaćemo

pre svega kratkoročne hartije od vrednosti i žiralni novac. *Tržište novca je prema tome, za razliku od novčanog tržišta, koje je opšteg i znatno šireg karaktera, organizovani mehanizam u institucionalnom smislu reči sa tačno utvrđenim učesnicima, njihovim pravima i obavezama, definisanim prostorom i vremenom funkcionisanja, i regulisanim uslovima pod kojima se obavljaju finansijske transakcije i tehnologija rada.*

Učesnici na novčanom tržištu su svi subjekti finansijskog sistema jedne nacionalne ekonomije dok su učesnici na tržištu novca jedino i isključivo za to posebno ovlašćene banke specijalizovane posredničke finansijske institucije i centralna banka.

Shvatanje tržišta novca se menjalo tokom vremena. Nekada se ono vezivalo isključivo za promet kratkoročnim novčanim potraživanjima, najčešće između poslovnih banaka, ili poslovnih banaka sa jedne i centralne banke s druge strane. Međutim, vremenom pojam tržišta novca se vezivao i za trgovanje drugim oblicima finansijskih instrumenata. Na to upućuju još neke definicije ovog pojma, kao što je ona po kojoj se „na tržištu novca sučeljavaju i međusobno izravnavaju viškovi i manjkovi žiralnog novca i ponuda i tražnja kratkoročnih hartija od vrednosti“.

2.1.1.Značaj i uloga međunarodnog tržišta novca

Tržište novca ima veliki značaj na funkcionisanje nacionalne privrede i ostvarivanje mera ekonomske politike. Na njemu se formira kratkoročna kamatna stopa, koja predstavlja indikator cene koštanja novca, kredita, pa i kapitala. Od njene visine zavise odnosi ponude i tražnje za novcem i tokovi sredstava između pojedinih privrednih učesnika i sektora.

Osnovna uloga tržišta novca se sastoji u povezivanju ponude i tražnje za kratkoročnim novčanim sredstvima i finansijskim instrumentima. Time tržište novca ima višestruki značaj i doprinosi ostvarivanju većeg broja ciljeva:

- Omogućava nesmetano obavljanje društvene i privredne aktivnosti svih učesnika, preko obezbeđivanja sredstava za kratkoročno finansiranje poslovanja.
- Obezbeđuje kratkoročne izvore sredstava za održavanje likvidnosti svih učesnika u privrednom životu.
- Omogućava ostvarivanje ciljeva kreditno monetarne politike, kao što su: održavanje makroekonomske stabilnosti, zdravog novca, stabilnosti kamata, cena, deviznog kursa i slično.

- Stvaranje mogućnosti za ostvarivanje dopunskih izvora prihoda mnogim učesnicima na finansijskom tržištu.
- Ostvarivanje ciljeva u domenu finansiranja državnog budžeta ili politike javnog duga.
- Olakšava uspješno funkcionisanje finansijskog sistema i u okviru njega posebno bankarskog sektora.
- Pruža mogućnost zaštite od različitih vrsta finansijskih rizika.

Najvažnija ekonomska uloga tržišta novca je da omogući privrednim subjektima premošćavanje vremenskog jaza između priliva i odliva novčanih sredstava i time usklađuju svoju likvidnost. Tržište novca u stvari omogućuje svim učesnicima (preduzeća, država, pojedinci) da optimalno upravljaju svojom likvidnošću putem vremenskog premošćavanja jaza između primanja i trošenja gotovine. Ako preduzeće ima trenutni manjak gotovine, onda ono može pozajmuni – kupiti novčana sredstva na tržištu novca, a ukoliko ima višak sredstava ono ih može plasirati – uložiti u kratkoročne instrumente tržišta novca. Osnovni smisao transakcija na tržištu novca u pogledu formiranja ponude kratkoročnih novčanih sredstava, koja treba da zadovolji tražnju za tim sredstvima je motiv suficitarnih sektora da ekonomski racionalno upravljaju novcem. S druge strane, tržište novca obezbeđuje deficitarnom sektoru da brzo i uspješno pribave novčana sredstva, radi održavanja likvidnosti, a istovremeno suficitarnim sektorima da svoje privremene viškove plasiraju uz mogućnost zarade i uz minimalni rizik. Tržište novca je tesno povezano s drugim delovima novčanog i finansijskog tržišta, a pre svega sa deviznim, tržištem kapitala i kreditnim tržištem.

Način funkcionisanja, bankarske operacije kao i tehnologija rada na tržištu novca u industrijski razvijenim zemljama odvija se na osnovu jasnog poslovnog kodeksa, morala i neprikosnovenih poslovnih običaja. Jedinstvo svega toga izraženo je u principima i karakteristikama bankarskih poslova na tržištu novca. Osnovni principi i karakteristike bili bi sledeći:

1. *jednobraznost*, pod čim se podrazumevaju jednobrazni instrumenti na tržištu novca i to kako po formi tako i sadržini, jednobrazna obrada kao i dokumentacija i jednobrazna tehnologija rada;
2. *jedinstvenost*, pod čim se podrazumeva jedinstveni način poslovanja i način obavljanja bankarskih transakcija;
3. *internacionalnost u realizaciji* ovih poslova, pod čim se podrazumeva pre svega striktno poštovanje i

pridržavanjem međunarodnih pravila i običaja kojima se na internacionalnom planu reguliše ova oblast međunarodne saradnje i poslovanja;

4. *široka lepeza ponude i veliki broja banaka* koje su ovlašćene za obavljanje bankarskog posla na tržištu novca;
5. *tržišno ponašanje i apsolutna konkurentnost* banaka i to ne sa aspekta provizije i drugih uslova ili sa aspekta jednobraznosti, već jedino i isključivo sa aspekta kvaliteta bankarske usluge koje se po ovim poslovima pružaju komitentu;
6. *efikasnost i korektnost* koja se ogleda u pravovremenoj i promptnoj valutaciji priliva i odliva sredstava po osnovu realizacije bankarskih transakcija
7. *savremena tehnologija rada* pa s tim u vezi i visoka produktivnost rada koja se ogleda u primeni elektronske obrade dostave i realizacijesvih platnih instrumenata i novčanih dokumenata i to kod svih učesnika na tržištu novca
8. *besprekorna finansijska disciplina* na svim nivoima i kod svih učesnika sa enormno visokim kaznama za nepridržavanje i to kako u smislu kaznene kamate tako i u smislu moralne ignoracije (crna lista, skidanje sa liste učesnika na tržištu novca, prijava kontroli...)
9. *racionalnost poslovanja u bankama* koje se bave ovim poslom i koja se ogleda u niskoj ceni koštanja bankarskih usluga.
10. *potpuna i dosledna ažurnost banke* koja se ogleda u tome da banka ima obavezu da sve naloge dobijene do određenog sata obrdi i realizuje istog dana a račun nalogodavca zaduži ili odobri sa valutom dva dana kasnije
11. *besprekorno i na savremenim osnovama funkcionisanje, organizovanje i sprovođenje kontokorentne i korespondentske politike banke*
12. *jednostavno rešenje za dostavu* podataka, zaključnica i drugih dokumenata komitenata, nadležnim kontrolnim i drugim institucijama za njihove potreba čije se rešenje ogleda u automatskom dostavljanju poslednjeg primerka naloga ili drugog dokumenta svim zainteresovanim učesnicima na tržištu novca
13. *postojanje konvertibilne domaće valute i slobodan transfer* kapitala pa s tim u vezi i nepostojanje nikakvih

barijera ili prepreka za jedinstveno funkcionisanje nacionalnog i internacionalnog tržišta novca.

Funkcionisanje i organizacija rada tržišta novca je vrlo različita između zemalja. U mnogim zemljama ona egzistiraju kao samostalne institucije, mada se mogu pojaviti i kao neinstitucionalizovana i mešovita tržišta, odnosno kao posebni organizacioni delovi u okviru berzi hartija od vrednosti. Na taj način moguće je razlikovati i tri osnovna oblika organizacije tržišta novca, i to:

- tržište novca organizovano kao posebna, specijalizovana finansijska institucija,
- neinstitucionalizovano tržište novca i
- mešovito tržište novca.

Institucionalizovano tržište novca se naziva i centralizovanim tržištem novca. Ono podrazumeva postojanje održene posredničke finansijske organizacije, u obliku posebne berze novca, za obavljanje poslova susretanja ponude i tražnje kratkoročnih novčanih i finansijskih instrumenata. Institucionalizovano tržište novca je obično „zatvoreno“ tržište koje je ograničeno na nekoliko najznačajnijih učesnika čija su prava i obaveze normativno utvrđene.

Iz ovih razloga ovaj oblika tržišta novca prisutan je samo na početku prelaska zemlje na tržišni način privređivanja i u vremenu kada se instrumenti novčanog tržišta uopšte postepeno razvijaju i uvode u praksu.

Neinstitucionalizovano tržište novca je slobodno tržište novca koje nastaje željom članova da zajednički obavljaju poslove, povećaju brzinu obavljanja transakcija, smanje troškove i eliminišu nepotrebne posrednike. Ovakva organizacija ima dosta slabosti pošto unosi nedopustivo visok nivo rizika.

Za razliku od deviznog tržišta i tržišta kapitala koja su institucionalizovanog karaktera u industrijskim i tržišno najrazvijenijim zemljama u principu ne postoji institucionalizovano tržište novca. Saglasno tome, tržište novca predstavlja skup precizno regulisanih poslovnih odnosa koji se uspostavljaju između:

- centralne banke i drugih učesnika na tržištu, ili
- između poslovnih banaka, ili
- između specijalizovanih i za to ovlašćenih posredničkih finansijskih organizacija međusobno i sa poslovnim bankama.

2.1.2. Učesnici na tržištu novca

Na tržištu novca se obavlja veliki broj transakcija. Važno je istaći da se na ovom tržištu kao učesnik ne može pojaviti država, preduzeće ili pojedinac, iako svi oni mogu preko specijalizovanih posrednika koristiti mogućnosti koje im ono pruža i time zadovoljiti svoje potrebe. Prema tome učesnici na tržištu novca su:

1. Centralna banka kao monetarna vlast,
2. poslovne banke kao osnovni učesnici i nosioci trgovne novcem i
3. specijalizovane i za to posebno ovlašćene posredničke finansijske organizacije.

Centralna banka

Centralna banka ima izuzetno veliku ulogu u funkcionisanju tržišta novca. Ta njena uloga se ispoljava kroz regulisanje ovog tržišta, propisivanjem i nametanjem obaveznosti pravila ponašanja, rada i funkcionisanja tržišta novca, kao i direktnim učešćem na njemu. Kao učesnik na tržištu novca ona vrši funkciju centralne monetarne vlasti, vodeći kod sebe evidenciju o stanju na računima svih poslovnih banaka i drugih učesnika na tržištu novca.

Ona je autonomna i potpuno samostalna u regulisanju, propisivanju i sprovođenju pravila ponašanja, funkcionisanja i načina rada na tržištu novca koja su neprikosnovena i potpuno obavezujuća za sve druge učesnike na tržištu novca.

Centralna banka samostalno donosi odluke kojima se utvrđuju uslovi poslovanja na tržištu novca i to pre svega odluke vezane za:

- cenu novca izraženu u većoj ili manjoj eskontnoj i diskontnoj stopi,
- obim ponude izražen u povećanju ili smanjenju novčanih kontigenata,
- obim tražnje izražen u povećanju ili smanjenju obavezne rezerve,
- obim javnog duga izražen u prodaji ili kupovini državnih hartija od vrednosti.

Zato su u mnogim razvijenim zemljama jedan od najznačajnijih instrumenata monetarnog regulisanja operacije centralne banke na otvorenom tržištu, čija je suština optimiziranje primarnog novca, a time i novčane mase. Aktivnosti koje centralna banka preduzima, dakle, kupovina ili prodaja zavisice direktno od ciljeva kreditno monetarne

politike. Ukoliko je cilj povećanje količine novca, to jest ukoliko je reč o ekspanzivnoj politici, centralna banka će vršiti kupovinu državnih hartija odavrednosti, čime će doći do povećanja likvidnosti banaka i njihovog kreditnog potencijala. Obrnuto, u slučaju realizacije restriktivne kreditno-monetarne politike, centralna banka će prodajom hartija od vrednosti smanjivati količinu novca u opticaju i kreditni potencijal poslovnih banaka. Tržište novca postalo je osnovni mehanizam za sprovođenje ciljeva i zadataka monetarne politike.

Na osnovu ovoga može se zaključiti da je centralna banka praktično osnivač, organizator, regulator i kontrolor ukupnih poslovnih događaja i radnji koje se dešavaju na tržištu novca

Poslovne banke

Poslovna banka je drugi tip učesnika na tržištu novca i ona se može javiti u dvostrukom odnosu. U prvom slučaju ona može imati poslovni odnos sa centralnom bankom, a u drugom može imati poslovni odnos sa drugim učesnicima na tržištu novca koji takođe moraju imati svojstvo legitimnog učesnika na tržištu novca.

Poslovne banke su najveći pojedinačni kupac i prodavac finansijskih instrumenata na tržištu novca. U zavisnosti od stanja i potreba, poslovne banke kupuju i prodaju hartije od vrednosti na tržištu novca, povećavaju ili smanjuju nivo vrednosti u svom portfelju, transformišući ih u likvidan, transakcioni novac za izvršenje svojih dospelih obaveza ili obrnuto. Tako poslovne banke formiraju i drže deo svojih rezervi likvidnosti, a tržište novca im omogućavada ih brzo i lako mogu konvertovati u žiralni novac.

Za sticanje svojstva učesnika na tržištu novca poslovna banka mora ispunjavati određene preduslove:

1.banku mora imati svoj žiro račun čije stanje svakog momenta mora biti poznato centralnoj banci,

2.banku neposredno mora biti u poslovnom odnosu sa centralnom bankom na području izdvajanja i držanja obavezne rezerve i ostalih instrumenata kreditno monetarne i devizne politike,

3.banku mora biti samostalna finansijska institucija osnovana po zakonu o bankama i imati svojstva pravnog lica i

4. banka mora imati poseban organizacioni deo – službu, tehnički i kadrovski osposobljenu za obavljanje poslova na tržištu novca.

Pored ovih opštih uslova u pojedinim zemljama, centralna banka je ovlašćena da propisuje i zahteva i posebne uslove koji se uglavnom odnose na garantni depozit i sankcije za nepridržavanje uslova poslovanja na tržištu novca. Uslovi se razlikuju od zemalja i načina organizacije tržište novca. Ukoliko su uslovi suviše rigorozni banke će ići na samoorganizovanje i formiranje svojih neinstitucionalizovanih međubankarskih tržišta novca, kakva nisu retkost u svetu. Obavljajući poslove na tržištu novca, poslovne banke ostvaruju značajne prihode na osnovu kamate.

Specijalizovane posredničke finansijske organizacije

Specijalizovana i za to posebno ovlašćena posrednička finansijska organizacija je treći tip učesnika na tržištu novca. To su finansijski posrednici koje centralna banka ovlasti posebnom licencom za posredovanje u operacijama na tržištu novca. Učesnik na tržištu novca nije i ne može biti svaka posrednička finansijska organizacija, kakvih u razvijenim tržišnim privredama ima na stotine, već upravo samo ona koju kao učesnika na tržištu novca prihvati centralna banka.

Sve te institucije, koje su inače osposobljene za racionalno, brzo i besprekorno obavljanje svih novčanih transakcija na novčanom tržištu možemo svrstati u dve osnovne grupe posrednika

Prvu grupu, dilere, čine posrednici koji novčane transakcije obavljaju u svoje ime i za svoj račun, pa s tim u vezi raspolazu i svojim sopstvenim novčanim sredstvima i ogromnom pasivom kao i sopstvenim portfeljom hartija od vrednosti. Uloga dilera na tržištu novca je od izuzetnog značaja, jer oni praktično „prave“ tržište istovremenom kotacijom kratkoročnih hartija od vrednosti i za kupovinu i prodaju. Oni su spremni da u svakom momentu kupe ili prodaju određene hartije od vrednosti u skladu sa objavljenom kotacijom u korist ili na teret vlastitog portfelja. Osnovni zadatak i funkcija ovih organizacija je obavljanje poslova eskontnih i lombardnih kredita, poslova kupovine i prodaje novčanih sredstava i hartija od vrednosti i obavljanje drugih finansijskih transakcija na novčanom tržištu.

Drugu grupu, brokere, čine specijalizovane posredničke finansijske organizacije koje posluju kao agenti u tuđe ime i za tuđi račun, dovodeći u vezu kupca i prodavca, kratkoročnih novčanih

sredstava i hartija od vrednosti, bez angažovanja sopstvenih sredstava. Za svoje usluge naplaćuju posredničku proviziju koja im je jedini prihod. Zato je sasvim razumljivo što je njihova uloga na tržištu novca manje značajna.

Od ovog ogromnog broja finansijskih posrednika na tržištu novca, centralna banka autonomno daje licencu ili dozvolu za obavljanje novčanih transakcija na tržištu novca samo određenom, znatno manjem broju ovih institucija.

2.1.3. Instrumenti tržišta novca

Finansijski instrumenti sa kojima se trguje na tržištu novca određeni su karakterom samog tog tržišta. Predmet rada odnosno trgovanja na tržištu novca su žiralni novac i kratkoročne hartije od vrednosti. Trgovanje žiralmim novcem u stvari je međubankarska kupoprodaja novca, odnosno kupovina i prodaja viškova žiralnog novca koji predstavljaju saldo potraživanja poslovne banke na njenom žiro računu posloje izvršenih svih transakcija do određenog momenta, npr. do 12 časova datog dana. Pa zaključujemo da su osnovni instrumenti tržišta novca:

- Međubankarska kupoprodaja novca i
- Hartije od vrednosti.

Međubankarska kupoprodaja novca

Tržište novca smo definisali kao „mesto susretanja ponude i tražnje za kratkoročnim finansijskim instrumentima“. Ponuda se vezuje za viškove novca, to jest slobodna finansijska sredstva u kratkom roku. To mogu biti viškovi na žiro računima poslovnih banaka, viškovi iznad minimalnog iznosa likvidnih sredstava drugih finansijskih institucija ili posrednika, trenutni viškovi kod drugih učesnika privrednog i društvenog života. Sa druge strane, tražnja je povezana sa manjkovima likvidnih finansijskih sredstava u određenom trenutku.

Višak žiralnog novca kao predmet kupoprodaje predstavlja u stvari saldo potraživanja poslovne banke na njenom žiro računu i to onaj saldo koji nastaje nakon izvršenih svih dispozicija, naloga i drugih novčanih transakcija. Svoj saldo potraživanja koji ustvari predstavlja i višak likvidnih sredstava, poslovna banka kao vlasnik i ovlašćeni učesnik na tržištu novca, zahvaljujući postojanju tržišta novca, može:

- prodati drugoj poslovnoj banci učesniku na tržištu novca po tržišnoj obostrano prihvatljivoj ceni,
- upotrebiti za izmirenje svoje obaveze prema centralnoj banci po osnovu minimalne obaveze rezerve, u kom slučaju taj saldo ne ostvaruje nikakve prihode, ne menja vlasnika i nije neposredno uključen u transakcije na tržištu novca,
- sa ovim saldonom, poslovna banka kao vlasnik tih sredstava i istovremeno učesnik na tržištu novca, može kupiti hartije od vrednosti na tržištu novca.

Trgovina žiralnim novcem se odnosi na trgovinu trenutnim viškovima ili manjkovima novčanih sredstava na žiro računima učesnika na tržištu novca. Na ovom segmentu tržišta novca se obavljaju dve vrste transakcija:

-Poslovi oko dnevnog novca (call money) – promptne transakcije, gde se trguje dnevnim viškovima likvidnih sredstava iznad tekućih obaveza učesnika u toku jednog dana. Bitna karakteristika ovih poslova je da se odmah realizuju i da se transakcija zatvara u toku jednog radnog dana. Pod dnevnim novcem podrazumeva se svaki saldo potraživanja na kontu, odnosno svaki višak likvidnih sredstava koja poslovna banka ponudi drugom zainteresovanom učesniku na rok od jednog dana (do sutradan ili na 24 sata od dana kada je uzimalac novca taj novac dobio na svoj račun). To praktično znači da banka koja je na tržištu novca uzela tzv. Novac na jedan dan, obavezna je da sutradan ovaj iznos stavi na raspolaganje banci od koje je primila novac na njen žiro račun, ukoliko se naravno sutradan poslovni partneri ne sporazumeju da ovaj aranžman prolongiraju. Na tržištu dnevnog novca osim novca dana trguje se i drugim novcem na rok koji je u principu kraći od 30 dana.

-Terminske, gde se trgovina viškovima žiralnog novca vezuje za određeni period vremena (time deposit). Reč je o pozajmicama koje imaju rok duži od 24 časa. U dogovaranju ovih poslova, pored iznosa i visine kamatne stope, vrlo važan parametar predstavlja rok na koji se posao zaključuje. Rok može biti različit. Najčešće se kreće od 1-3 meseca (tržište novca Nemačke i Japana) a maksimalno može iznositi 12 (tržište novca ostalih zemalja). Terminski novac, za razliku od dnevnog novca koji se smatra poslovno nepouzdanim i netransferabilnim u bilo koje druge oblike bankarske poslovne aktivnosti, predstavlja i pokazuje karakteristike stabilnog izvora bankarskih sredstava. Terminski novac je iz tih razloga, većeg kvaliteta i za primaoca ima značajne prednosti nad dnevnim novcem, između ostalog i zbog toga što se njegovo dospeće unapred zna pa s tim u vezi i njegovo vraćanje može se pripremiti i planirati. Saglasno tome

terminski novac može dospjevati za vraćanje na tačno određeni dan tzv. Novac sa utvrđenom valutom vraćanja ili po isteku određenog otkaznog roka koji ne može biti kraći od mesec dananiti duži od godinu dana tzv. Terminski novac sa otkaznim rokom.

Kratkoročne hartije od vrednosti kao instrumenti duga

Instrumenti duga su hartije od vrednosti kojima emitent dolazi do sredstava na kreditnoj osnovi i obavezuje se da imaocu isplati određeni iznos kamate i glavnicu u predviđenom roku dospeća. Dakle, reč je o hartijama od vrednosti koje odražavaju dužničko – poverilačke odnose. tj. kreditne odnose. Jedan od vrlo čestih kriterijuma na osnovu kojih se vrši podela ovih hartija od vrednosti je rok dospeća. Prema ovoj podeli razlikujemo:

- Kratkoročne instrumente duga – koji imaju rok dospeća od jedne godine.
- Srednjoročne instrumente – sa rokom dospeća do 3,5 ili 10 godina.
- Dugoročne hartije instrumenti duga – koje imaju rok dospeća duži od 10 godina.

Dva osnovna motiva za njihovu emisiju su:

- Obezbeđivanje sredstava za rešavanje problema likvidnosti i
- Prikupljanje sredstava za kratkoročno finansiranje, čime se premošćavaju određeni problemi u svakodnevnom poslovanju.

Na početku treba ukazati na par zajedničkih karakteristika vezanih za sve kratkoročne hartije od vrednosti. To su:

-Rok dospeća – koji je kraći od jedne godine, odnosno može se kretati minimalno od 2 do 365 dana maksimalno. Interesantno je napomenuti da za pojedine hartije, kao na primet komercijalne zapise u SAD, da bi bili svrstani u ovu kategoriju , maksimalan rok dospeća ne sme biti od 270 dana.

- Održavaju kreditne odnose – u pitanju su dužničko poverilački odnosi, što znači da se emitent ovih hartija nalazi u ulozi dužnika koji ima obavezu da vrati pozajmljena sredstva uz pripadajuću kamatu u predviđenom roku, što ustvari predstavlja rok dospeća emitovane hartije.

-Obezbeđenje plaćanja – većina kratkoročnih hartija oda vrednosti spada u kategoriju neosiguranih instrumenata duga. To konkretnije

znači da emitenti ne vrše obezbeđenje izvršenja obaveze nekim od oblika aktive.

Hartije od vrednosti kojima se trguje na tržištu novca mogu biti osim hartija od vrednosti izdanja centralne banke, samo one hartije od vrednosti koje se uvek mogu rediskontovati kod centralne banke.

Najvažnije hartije od vrednosti tržišta novca su sledeće:

1. Državna obveznica,
2. Državni blagajnički zapis,
3. Blagajnički zapis centralne banke,
4. Depozitni certifikat,
5. Bankarski akcept i
6. Komercijalni zapis.

Osnovne karakteristike instrumenata tržišta novca su:

1. Mali rizik neizvršenja
2. Kratak rok dospeća
3. Visoka tržišnost (high marketability).

Zahvaljujući ovim karakteristikama tržište novca pruža mogućnost sprovođenja jednog novog koncepta likvidnosti unutar jedne zemlje, zasnovano na veoma likvidnim, nerizičnim, a kamatonosnim rezervama likvidnosti.

Državna obveznica (TRESORY BONDS)

Državna obveznica je instrument finansiranja budžetskog deficita iz realnih izvora. U razvijenim zemljama se budžetski deficit finansira ovim instrumentima u obimu od oko 20% do 30% ukupnog budžeta. Državna obveznica je hartija od vrednosti javnog sektora. Smatra se vrlo atraktivnim instrumentom korisnim za svaku savremenu državu a iz razloga sigurnosti plasmana i profitabilnosti. On bezbeđuje prikupljanje novčanih sredstava za finansiranje budžetskih rashoda iz realnih izvora i ublažava pritisak na dodatnu emisiju novca koja bi direktno uticala na inflaciju u zemlji.

Izdavalac državne obveznice je državni organ ili u ime države (savezni, republički, lokalni) i sve državne i paradržavne organizacije: pošta, železnica, avio saobraćaj, metrijalne rezerve i sl.). Izdavanjem državnih obveznica i njihovim plasmanom preko centralne banke

država ostvaruje dva izuzetno važna cilja:

- izdavanjem svojih obveznica prikuplja iz realnih izvora slobodna novčana sredstva od svojih privrednih subjekata, koja su joj potrebna i neophodna za usklađivanje priliva i odliva budžeta, odnosno za pokriće trenutnih budžetskih deficita.

-izdavanjem ovih obveznica država smanjuje ili u potpunosti eliminiše svoje zahteve za kreditima kod centralne banke, čime se u potpunosti otklanja mogućnost deficitarnog finansiranja države iz primarne emisije što je jedan od osnovnih i najvažnijih razloga inflacije.

Državna obveznica kao hartija od vrednosti tržišta novca, na svom blanketu, mora sadržati sledeće elemente:

1. naziv izdavača
2. registarski broj obveznice
3. kamatnu odnosno diskontnu stopu
4. naziv da je to „obveznica“
5. nominalni iznos na koji obveznica glasi
6. zakonska osnova po kojoj se obveznica izdaje
7. rok dospeća
8. mesto isplate
9. da li obveznica glasi na ime ili na donosioca i
10. potpis lica ovlašćenog državnog organa – izdavaoca obveznice.

Izdaju se sa rokom dospeća od 3,6 ili 12 meseci. Ovaj instrument je nominiran na okrugle iznose i može glasiti na ime ili na donosioca. Uobičajeno je da se ova hartija od vrednosti izdaje na diskontnoj osnovi, odnosno sa fiksnom cenom na dan dospeća. . Prihod od transakcija ovim hartijama od vrednosti se ne oporezuje jer bi se time izgubila njihova atraktivnost.

Emisiju i plasman državnih obveznica vrši, prema odluci države, centralna banka, aukcijom, znači raspisivanjem konkursa ili u neposrednoj pogodbi ali uvek samo drugim učesnicima na tržištu novca.

Država, inicijalni izdavalac državnih obveznica, je obavezna da kao dužnik izvrši sve obaveze prema centralnoj banci po osnovu prodatih državnih obveznica, a centralna banka je s druge strane obavezna da državi na njen račun doznači protivuvrednost prodatih državnih obveznica. Na taj način centralna banka uspešno obavlja svoju posredničku funkciju u novčanom prometu i ukupnim odnosima između države i učesnika na tržištu novca.

Blagajnički zapis centralne banke

Blagajnički zapis centralne banke je jedan od najvažnijih instrumenata monetarne politike. Pomoću njega centralna banka reguliše optimalnu novčanu masu i na drugoj strani usklađuje ponudu i tražnju, a time i cenu novca na tržištu novca, direktno utičući na održanje optimalne likvidnosti ukupnog bankarskog i finansijskog sistema zemlje. Tražanja za ovom hartijom od vrednosti je veća od tražnje za državnim obveznicama što govori o poverenju koje kupci imaju blagajničim zapisima centralne banke.

Blagajnički zapis centralne banke je strogo formalnog karaktera te ima sledeće obavezne elemente:

1. serijski broj
2. naziv centralne banke odnosno izdavaoca
3. oznaku da je blagajnički zapis
4. mesto i datum izdavanja
5. nominalni iznos i oznaku da glasi na donosioca
6. kamatnu ili diskontnu stopu
7. datum dospeća odnosno ročnost dospeća
8. potpis guvernera centralne banke.
- 9.

Blagajnički zapis centralne banke se obično izdaje na rok od 7 do 90 dana i to na okrugle iznose a isplata je jednostavna i ostvaruje se predajom iz ruke u ruku. Kamata koja se plaća na blagajnički zapis centralne banke je u principu po najnižoj stopi. Plasman ovih hartija od vrednosti vrši centralna banka neposredno poslovnim bankama, članicama tržišta novca. Rokom dospeća blagajničkog zapisa, centralna banka otkupljuje blagajnički zapis uvećan za kamatu ili za taj iznos izdaje novi blagajnički zapis. Prihod na ovu hartiju od vrednosti utvrđuje se od strane centralne banke u skladu sa situacijom na tržištu. Znači diskontna stopa se može unapred odrediti ili se može izračunati diskontovanjem kamatne stope na određeni dan.

Poslovi sa ovim hartijama od vrednosti tržišta novca obavljaju se po pravilu i isključivo samo između centralne banke i drugih učesnika na tržištu novca. Centralna banka, međutim, može izuzetno da državne obveznice, ukoliko je to poseban interes države, ponudi i određeni nečlanovima tržišta novca, i to javno-pravnim institucijama koje posluju pod posebnim uslovima, kao npr. Penziona i socijalno osiguranje, razne vrste fondova.

Pored blagajničkih zapisa centralne banke postoje i blagajnički zapisi poslovnih banaka koje glase na određeni novčani iznos deponovan kod poslovne banke. Ove hartije od vrednosti kupuju nefinansijske organizacije ili pravna lica. Blagajnički zapis poslovnih banaka prihvata se kao hartija od vrednosti na tržištu novca.

Depozitni certifikat (CERTIFICATE OF DEPOSIT – CD)

Bankarska potvrda o depozitu je najtipičnija hartija od vrednosti izdata od strane poslovnih banaka. Depozitni certifikat je bankarska potvrda koja glasi na donosioca, na određeni, obično okrugli iznos deponovan u banci, na tačno određen rok duži od sedam dana, a najčešće na 3,6,9 i 12 meseci uz tačno utvrđenu kamatu koja se plaća po sistemu roka oročenja.

Emisiju depozitnog certifikata vrši poslovna banka, a kupci ovog instrumenta su sva pravna i fizička lica koja imaju interes za njegovim posedovanjem. Obavezni elementi ove hartije od vrednosti su:

- broj i oznaku da je depozitni certifikat
- naziv banke izdavaoca kao i datum i mesto izdavanja
- iznos na koji je emitovan
- oznaku da glasi na donosioca
- rok dospeća i kamatnu stopu
- zakonsku regulativu
- potpis ovlašćenog lica banke.

Ove hartije su se prvi put pojavile na tržištu 1961. godine kada je poznata američka banka Citibank uvela prvi prenosivi CD kojim se moglo trgovati na sekundarnom tržištu. Uslov za njihovo kreiranje je da postoje deponovana sredstva sa određenom fiksnom kamatom. Visina kamate je različita i zavisi od tržišnih uslova. Da bi postali instrumenti tržišta novca, certifikati o depozitu moraju ispuniti nekoliko uslova kao što su: prenosivnost, moraju glasiti na velike sume, emitenti moraju biti poznate i velike banke, i rok dospeća im ne može biti duži od jedne godine.

Prednosti depozitnog certifikata u odnosu na oročeni depozit su što se on jednostavno prenosi sa jednog vlasnika na drugog, zatim što kod depozitnog certifikata postoji manji rizik za uložena sredstva i daleko veći stepen likvidnosti, dok su mu nedostaci u većim troškovima izdavanja kao i u nižoj kamatnoj stopi u odnosu na oročeni depozit. Depozitni certifikat glasi na donosioca, te se prenosi jednostavnom predajom novom vlasniku.

Bankarski akcept (BANKER ACCEPTANCES)

Bankarski akcept je tipična kratkoročna hartija od vrednosti komercijalnog karaktera koja pod određenim uslovima autonomno utvrđenim od strane centralne banke, može biti hartija od vrednosti tržišta novca. Bankarski akcept je ustvari menica trasirana na banku koja je akceptira i koja time preuzima neopozivu obavezu da novčani iznos, na koji menica glasi isplati njenom donosiocu na dan dospeća.

Bankarskim akceptom banka preuzima na sebe finansiranje nekog spoljnotrgovinskog posla bez angažovanje sopstvene pasive najčešće angažovanjem sredstava centralne banke. Ova tuđa sredstva banka akceptant obezbeđuje reeskontom meničnog akcepta kod druge poslovne banke ili kod centralne banke u okviru rediskontnog kontigenta. Reeskontujući bankarski akcept banka dobija novčana sredstva u visini diskontovane nominalne vrednosti, kojom kreditira izvoznika, odnosno prodavca i to do roka dospeća menice najčešće je to 90 dana. O roku dospeća banka otkupljuje menični akcept i zadužuje za ukupni menični iznos račun izvoznika, odnosno prodavca.

Bankarski akcept glasi na određeni novčani iznos i izdaje se na rok od 90 dana. Glasi na ime te se može prenositi jedino indosamentom ili cesijom. Obavezni elementi su:

- oznaku da je menica
- ime osobe koja treba da izvrši plaćanje
- datum plaćanja odnosno dospeća obaveze plaćanja
- mesto plaćanja
- ime lica kome ili po čijoj naredbi treba da se izvrši plaćanje
- datum i mesto izdavanja
- potpis izdavaoca
- oznaku akcepta
- ime akceptanta
- datum i mesto akcepta
- potpis akceptanta
- oznaku i elemente trgovinske transakcije.

Reč je o hartiji od vrednosti koja ima više ekonomskih funkcija - sredstvo bezgotovinskog plaćanja, kratkoročnog kreditiranja i obezbeđenja plaćanja. Da bi postala instrument tržišta novca običnu menicu koju izdaje dužnik mora da overi banka odnosno da bude akceptirana od banke. Vlasnik ovog instrumenta, remitent, ima više mogućnosti – da čeka rok dospeća i naplati puni iznos ili da je proda pre roka uz odgovarajući diskont.

Komercijalni zapis(KOMMERCIAL PAPER)

Komercijalni zapis predstavlja kratkoročnu hartiju od vrednosti koju emituju preduzeća u cilju prikupljanja novčanih sredstava za finansiranje svog poslovanja. To je sopstvena menica preduzeća sa fiksnim rokom dospeća. Putem komercijalnog zapisa izdavalac se obavezuje da će imaću menice platiti nominalnu vrednost menice uvećanu za kamatu na dan dospeća, ali bez davanja ikakvog instrumenta obezbeđenja. Naime komercijalni zapisi spadaju u hartije od vrednosti koje nisu garantovane ili osigurane nakom aktivom. Sigurnost njihove naplate počiva na visokom bonitetu ili kreditnom ugledu emitenta, koji su obično velika, uspešna i poznata preduzeća (tzv. Blue-chip corporation).

Komercijalni zapis može glasiti na ime ili na donosioca. Rok dospeća je od mesec dana do jedne godine. Obavezni elementi su:

- oznaka da je komercijalni zapis
- rok dospeća
- nominalni iznos
- visina kamatne stope
- mesto i datum izdavanja
- faksimil i potpis ovlašćenog lica.

Preduzeća izdaju komercijalne zapise onda kada kod njih usled sezonske neravnomernosti u prilivu novčanih sredstava dođe do poremećaja likvidnosti. Osnovni razlog emisije i korišćenja komercijalnih zapisa se sastoji u prednosti brzog prikupljanja slobodnih finansijskih sredstava. Do 60-ih godina XX veka u svetu je dominirala praksa da preduzeća za kratkoročno finansiranje svoje aktivnosti uzimaju kredite od banaka. Međutim, od tada, naročito tokom 70-80-ih godina, raste popularnost i značaj komercijalnih zapisa. Emisijom ovih hartija emitenti su mogli na mnogo brži način da dođu do željenih kratkoročnih sredstava, na primer od uzimanja kratkoročnih bankarskih kredita.

Ukupne tržišne transakcije sa hartijama od vrednosti tržišta novca obuhvataju poslovne operacije vezane za:

- prvu ili primarnu emisiju
- poslovne operacije vezane za drugu ili svaku dalju kupoprodaju hartija od vrednosti tržišta novca tzv. Sekundarno tržište hartija od vrednosti tržišta novca.

Primarno tržište hartija od vrednosti tržišta novca je deo tržišta novca koje obuhvata ukupnost poslovnih operacija centralne banke i ostalih učesnika na tržištu novca u emitovanju ili prvoj prodaji hartija od vrednosti.

Sekundarno tržište hartija od vrednosti tržišta novca je logičan i ekonomski neophodan nastavak primarnog tržišta novca. Ono predstavlja svaku dalju prodaju hartija od vrednosti tržišta novca. To znači da se funkcionisanjem sekundarnog tržišta stvara mogućnost da se svaka emitovana hartija od vrednosti može u svakom momentu dospuća, i pre njenog dospuća, pretvoriti u gotov novac prodajom na tom tržištu.

Učesnici na sekundarnom tržištu novca su :

- na jednoj strani prodavci, odnosno svi vlasnici bilo koje hartije od vrednosti tržišta novca koji žele da ove hartije dalje prodaju i tako ostvare svoja prava iz njih što sve čini ponudu na sekundarnom tržištu novca i
- na drugoj strani, kupci, odnosno svi vlasnici novčanih sredstava koji pod određenim za njih prihvatljivim uslovima žele da kupe i tako postanu vlasnici hartija od vrednosti tržišta novca, što sve čini tražnju na sekundarnom tržištu novca.

Nominalna vrednost hartije je ustvari novčani iznos na koji hartija od vrednosti glasi i koji je kao takav upisan na njenom blanketu. To je ustvari iznos potraživanja vlasnika hartije od vrednosti koje će ovaj naplatiti od izdavaoca na dan njenog dospuća.

Cena koštanja hartije od vrednosti je upravo novčani iznos koji kupac mora platiti emitentu kod prve prodaje hartije od vrednosti. Cena koštanja se u praksi označava kao emisioni kurs.

Kupoprodajna ili tržišna cena hartije od vrednosti je u stvari onaj iznos po kome se ostvaruje druga i svaka dalja kupovina hartije od vrednosti. To je cena po kojoj se vrše kupoprodajne transakcije sa hartijama od vrednosti na sekundarnom tržištu novca. Za razliku od cene koštanja koja se utvrđuje na dan izdanja ili prve prodaje, kupoprodajna cena se utvrđuje svakog dana od dana emitovanja pa do dana dospuća.

2.2. Međunarodno tržište kapitala

Tržište kapitala se može definisati kao mesto povezivanja ponude i tražnje za kapitalom, to jest dugoročnim finansijskim instrumentima, gde se pod kapitalom smatra ukupni novčani iznos odložene potrošnje, sa rokom dužim od jedne godine. Slična definicija kaže da tržište kapitala predstavlja odnos između ponude i tražnje dugoročnih hartija od vrednosti. Dakle, radi se o tokovima novčane akumulacije.

Tržište kapitala predstavlja institucionalano organizovani prostor sa svim potrebnim elementima neophodnim za njegovo funkcionisanje u tačno određenom vremenu, kao i pravila i uzanse ponašanja učesnika. Na tom prostoru i u okviru njegovog okruženja i pravila ponašanja organizovano se susreću ponuda i tražnja za kapitalom. Prema tome, kada su nekom potrebna investiciona sredstva, odnosno kapital, on ih može pribaviti na tržištu kapitala emitujući obveznice, tzv. zajmovni kapital, ili emitujući akcije i druge hartije od vrednosti sa pravom učešća u dobiti, tzv. akcijski ili vlasnički kapital. Na taj način tržište kapitala predstavlja specijalizovano tržište na kome se kapital traži i nudi dugoročno, tzv. "primarno tržište kapitala" i na kome se trguje već emitovanim dugoročnim hartijama od vrednosti, tzv. "sekundarno tržište kapitala". U tom smislu tržište kapitala omogućava javnom i privatnom sektoru, pojedincima i korporacijama da uspešno i brzo menjaju strukturu i smer svojih investicionih portfelja i da u slučaju potrebe iz statusa štediša, odnosno vlasnika kapitala, pređu u status zajmotražioca ili vlasnika potraživanja, na jednoj strani, a na drugoj strani tržište kapitala omogućava tim istim subjektima usmeravanje njihovog kapitala u one investicione projekte koji su u datom vremenu i prostoru najprofitabilniji.

Transakcije koje se odvijaju na ovom tržištu nazivaju se kapitalne transakcije ili transakcije kapitalom, a hartije od vrednosti kojima se trguje na ovom tržištu nazivaju se dugoročne hartije od vrednosti ili efekti.

U svakoj nacionalnoj privredi mogu postojati tri osnovna izvora kapitala:

- Domaća štednja,
- Transfer inostrane štednje, to jest ino akumulacija, i
- Pretvaranje novca u kapital posredstvom finansijskih institucija.

Osnovni izvor kapitala svakako predstavlja štednja, i to kako domaća, tako i inostrana. Štednja predstavlja oblik odložene potrošnje na koju utiču razni faktori kao što su materijalni - bogaćenje, uvećanje imovine, ostvarenje lepše budućnosti, rast i razvoj, ispunjenje određenih ekonomskih, društvenih ili socijalnih ciljeva; i nematerijalni – sigurnost, školovanje, lečenje, putovanja, itd. Domaća štednja se odnosi na viškove sredstava – akumulaciju koja kreiraju domaći subjekti iz različitih sektora: stanovništva, privrede i javnog. Sklonost ka štednji zavisi od više faktora među kojima su najvažniji visina tekućih prihoda, životni standard i troškovi života, navike, stabilnost, poresko opterećenje, investicije u nekretnine i trajna potošna dobra, itd.

U najvećem broju zemalja učesnici iz sektora stanovništva su najvažniji izvor štednje. Štednja se kod stanovništva javlja kao razlika između prihoda ostvarenih po različitim osnovama – plate i naknade, penzije, stipendije, honorari, premije osiguranja, dividende i iznosa sredstava koja idu u tekuću potrošnju.

U našim uslovima štednja svakako ne predstavlja najvažniji izvor kapitala iz razloga što je štednja razlika između prihoda i rashoda, pa se ne može štedeti kada se nema ni za potošnju. Dakle, pošto su prihodi naših građana nedovoljni da pokriju elementarne potrebe logična posledica je da ne može biti ni štednje.

Štednja od strane inostranih subjekata – ino akumulacija takođe može biti značajan izvor kapitala. Transfer inostrane štednje može se vršiti na različite načine: kao pomoć (što je ređi slučaj), kroz direktne investicije u realna dobra, kao finansijske investicije u instrumente tržišta kapitala, itd.

Pošto štednja predstavlja osnovni izvor kapitala ona se ponekad izjednačava sa njim, ali to nije korektno pošto postoji treći izvor kapitala a to je transfer slobodnih novčanih sredstava u kapital. Funkcija transfera novca u kapital se vrši posredstvom finansijskih institucija i posrednika, odnosno njihovom aktivnošću na tržištu kapitala. Određene finansijske institucije mogu deo svojih kratkoročnih izvora novčanih sredstava da pretvore u dugoročne plasmane, kao na primer banke koje kratkoročne izvore u vidu depozita mogu investirati u dugoročne instrumente tržišta kapitala.

Dakle, u zemljama u kojima postoji i funkcioniše tržište kapitala u ulozu inovektora, odnosno ponuđača kapitala, javljaju se vlasnici kapitala i to:

- pojedinci,
 - privredni subjekti svih oblika,
 - državni ili paradržavni subjekti, institucije i organizacije svih vrsta
- i
- bankarsko-finansijske institucije.

Ovi investitori su istovremeno i nepsredni učesnici na tržištu kapitala svake nacionalne ekonomije.

U tržišno razvijenim zemljama sa razvijenim tržištom kapitala, štednja se kroz mehanizam tržišta kapitala transformiše u kapital kao osnovnu i potencijalnu snagu jedne nacionalne ekonomije. To znači da se zahvaljujući štednji, ostvaruju ciljevi razvojne politike jedne nacionalne ekonomije. Ukoliko je funkcionisanje tržišta kapitala uspješnije utoliko će i ostvarivanje ciljeva razvojne politike biti uspješnije. Nosioци ukupne aktivnosti na tom polju su korisnici formiranog kapitala koji čini ponudu na tržištu kapitala.

Mnogobrojni motivi za korišćenje kapitala mogu se zajednički izraziti u uspješnom privrednom poslovanju, stvaranju nove vrednosti, stvaranju dobiti i društvenog bogatstva kao osnove boljeg životnog standarda i opšteg društvenog bogatstva.

Korisnici kapitala su subjekti iz istih sektora iz kojih su i vlasnici kapitala, pri čemu su to ona lica koja imaju preduzetničke ideje i aktivnosti, ali imaju nedostatak kapitala potrebnog za realizaciju tih poslovnih ideja i poduhvata. Prema tome, korisnici kapitala su:

- pojedinci,
- privredni subjekti svih oblika,
- državne i paradržavne institucije i organizacije i
- bankarsko-finansijske organizacije.

2.2.1.Delovi tržišta kapitala

Tržište kapitala se često pogrešno tumači i usko vezuje i izjednačava sa berzom akcija. Međutim, tržište kapitala ima tri segmenta:

- kreditno tržište, odnosno tržište instrumenata duga,
- hipotekarno tržište ,

- tržište instrumenata akcijskog kapitala, odnosno berze akcije.

Kreditno tržište je mesto na kome se trguje dugoročnim kreditnim instrumentima, to jest hartijama od vrednosti koje odražavaju dužničko-poverilačke odnose. Postoji izuzetno veliki broj ovih hartija od vrednosti o čemu će kasnije biti više reči. U ulozi emitenata na ovom tržištu mogu se naći država i njeni organi, lokalni organi vlasti i privredne organizacije.

Hipotekarno tržište je mesto na kome se trguje hipotekarnim kreditima i hartijama od vrednosti na bazi hipoteka. U razvijenim zemljama, posebno u SAD i Velikoj Britaniji, primarno tržište je dugo razvijano i ima veliku tradiciju. Sekundarno hipotekarno tržište je novijeg datuma i predstavlja direktnu posledicu tokova sekjuritizacije. Poslednjih godina došlo je do naglog povećanja broja finansijskih instrumenata na ovom segmentu tržišta kapitala. Kao osiguranje ovih instrumenata javljaju se hipoteke na zemlju, zgrade i druge nepokretnosti. Ponekad se hipotekarno tržište smatra delom kreditnog tržišta pošto većina hipotekarnih hartija u osnovi podrazumeva korišćenje pozajmljenih sredstava.

Tržište instrumenata akcijskog kapitala, tj. berze akcija je mesto na kome se trguje akcijama – vlasničkim hartijama od vrednosti. Kao i u prethodna dva segmenta i ovde postoji primarno i sekundarno tržište instrumenata akcijskog kapitala. Na primarnom se vrši primarna emisija, odnosno prva prodaja akcija i sakupljanje akcijskog kapitala. Na sekundarnom se vrši njihova preprodaja. Ova tržišta su značajna jer ona u stvari predstavljaju berze akcija. Na ovim tržištima se ostvaruje izuzetno veliki obim i vrednost prometa. Grafikon 3.na prikazuje strukturu tržišta kapitala.

Osnovu funkcionisanja tržišta kapitala čini transfer kapitala između suficitnih i kapitalom deficitnih ekonomskih jedinica. Suficitne jedinice imaju viškove kapitala namenjenog za kasniju potrošnju, a preko tržišta kapitala mogu ta sredstva racionalno i relativno sigurno, i pre svega unosno da plasiraju i ostvare određeni prihod. Ukoliko to ne bio slučaj, oni bi imali tzv. oportunitetne troškove, tj. gubitak bi nastao po osnovu držanja kapitala koji se plasmanom mogao oploditi. Deficitne jedinice imaju nedostatak sredstva i ta sredstva uglavnom pribavljaju preko tržišta kapitala, pod tržišnim uslovima.

Kada je reč o tržištu kapitala kod nas, može se reći da ono praktično još ne funkcioniše. Uzroci takvog stanja su brojni: nizak nivo proizvodnje, nadovršena svojinska transformacija, nelikvidnost i nesolventnost finansijskog sektora, izgubljeno poverenje u finansijski

sistem, veliki spoljni dug, nesigurna klima za strana ulaganja. Svi ovi faktori determinišu nedostatak kapitala iz domaćih izvora, odsustvo stranog kapitala i nedovoljnost kvalitetnog tržišnog materijala, pa iz toga logično proizilazi nizak nivo razvijenosti transakcija na tržištu kapitala.

2.2.2. Oblici korišćenja kapitala

U realizaciji tražnje kapitala na tržištu kapitala prisutni su i mogući razni oblici korišćenja kapitala od strane svih učesnika. Prema zajedničkim karakteristikama ti oblici korišćenja kapitala mogu se svrstati u dve osnovne kategorije:

-korišćenje kapitala u obliku zajmovnog kapitala i

-korišćenje kapitala u obliku vlasničkog-akcijskog kapitala.

1) Zajmovni kapital predstavlja takav oblik korišćenja kapitala u kome se korisnik kapitala javlja u ulozi dužnika, a vlasnik kapitala u ulozi poverioca. Između dužnika i poverioca se konstituiše kreditni odnos sa svojim osobenostima i karakteristikama. Tako definisan kreditni odnos može biti ostvaren u neposrednom kontaktu između vlasnika-poverioca i preduzetnika-dužnika, u kom slučaju se govori o direktnom ili neposrednom kreditnom odnosu, ili posredno preko finansijskih posrednik, u kom slučaju se govori o posrednom kreditnom odnosu. Zajmovni kapital se može pojaviti u obliku:

-**investicionog kredita** pod kojim se podrazumeva svaka vrsta dugoročnog kredita bez obzira na namenu, način korišćenja, odobravanja i vraćanja, a koji za obezbeđenje od kreditnog rizika nema hipoteku već neko drugo pokriće,

-**hipotekarnog kredita** pod kojim se podrazumeva samo ona vrsta dugoročnog kredita koja je od kreditnog rizika obezbeđena hipotekom,

-**dugoročnog zajma** pod kojim se podrazumeva svaka vrsta dugoročnog kredita obezbeđenog emisijom dugoročnih hartija od vrednosti dugoročnog zajmovnog karaktera.

2) Vlasnički ili akcijski kapital predstavlja takav oblik korišćenja kapitala u kom se preduzetnik-korisnik kapitala javlja u ulozi primaoca, odnosno budućeg vlasnika kapitala, a sadašnji vlasnik kapitala u ulozi davaoca odnosno budućeg upravljača i primaoca dividende. Korisnik

akcijskog kapitala, odnosno njegov budući vlasnik u razvijenim tržišnim privredama je privredni subjekt osnovan u formi akcionarskog ili suvlasničkog društva koje osnivanjem postaje vlasnik tog akcijskog, sada već akcionarskog, odnosno osnivačkog kapitala.

Akcijski kapital u tom smislu predstavlja ukupan iznos kapitala obezbeđenog emisijom i plasmanom akcija kao hartija od vrednosti vlasničkog karaktera. Tako definisan i shvaćen akcijski kapital koji je u celini vlasništvo akcionarskog društva , sastoji se iz :

- osnivačkog ili akcionarskog kapitala koji je vlasništvo akcionara koji su raspolaganje i korišćenje tog kapitala preneli sa sebe na akcionarsko društvo i

- kapitala u svim oblicima rezerve koje je isključivo vlasništvo akcionarskog društva.

Osnivački kapital i rezerve čine jedinstvenu kategoriju kapitala koja se zove osnovni ili vlastiti kapital akcionarskog društva . Osim toga, osnivački kapital koji se jedino obezbeđuje emisijom akcija, je uvek jednak nominalnoj vrednosti ukupno emitovanih akcija bez obzira da li se radi o prvoj ili bilo kojoj narednoj emisiji izvršenoj radi povećanja osnivačkog kapitala. Ovaj kapital je jedini kojim se ostvaruje pravo na prihod, odnosno dividendu

Kapital u svim oblicima rezerve, koji akcionarima ne donosi nikakav prihod odnosno dividendu, obezbeđuje se:

- iz razlike između nominalne i prodajne vrednosti emitovanih i prodatih akcija, i

- iz raspodele ostvarene dobiti i to pre izdvajanja dela za akcionare u obliku dividende .

Stepen razvijenosti i uspešnog funkcionisanja tržišta kapitala umnogome su uslovljeni i zavisni od raznovrsnosti oblika hartija od vrednosti dugoročnog karaktera koje se nazivaju efektima. Ukoliko se na jednom tržištu kapitala posluje sa velikim brojem raznovrsnih i kvalitetnih efekata, utoliko to tržište ima veće izgleda za uspešno funkcionisanje i razvoj.

Sveukupnost efekata koji su u funkciji tržišta kapitala čini tržišni materijal tržišta kapitala. To su, dakle, oni efekti putem kojih se formira i realizuje ponuda i tražnja na tržištu kapitala.

S obzirom na značaj koji tržišni materijal ima na stepen uspešnosti tržišta kapitala, ovom pitanju biće posvećena posebna pažnja u nastavku rada.

2.2.3. Efekti na tržištu kapitala

Efekti su hartije od vrednosti koje kao predmet investicionog ulaganja pismeno potvrđuju pravo potraživanja ili učešća, sadrže bezuslovno, odnosno uslovno pravo na stalni prihod i unutar jedne vrste odlikuju se međusobnim pravom zastupanja.

Pojmovi hartije od vrednosti i efekti se u teoriji i praksi često poistovećuju što je pogrešno jer je pojam hartija od vrednosti suštinski i sadržajno mnogo širi i sadržajniji od pojma efekata. Efekti, u stvari, predstavljaju samo onaj deo hartija od vrednosti sa kojima se posluje na tržištu kapitala bez obzira na formu njegovog organizovanja. Osim toga, za razliku od ostalih hartija od vrednosti, efekti su jedina vrsta dugoročnih hartija od vrednosti.

Efekti kao specifična vrsta hartija od vrednosti sa kojima se trguje na tržištu kapitala, sa aspekta forme i spoljašnjeg izgleda sastoje se od omota i uložka. Omot pismeno potvrđuje pravo potraživanja ili učešća. Kod efekata sa fiksnom kamatom uložak sadrži i kamatne kupone koji glase na fiksni novčani iznos i koji se mogu smatrati kao samostalne hartije od vrednosti. Kod efekata sa dividendom, uložak sadrži kupone za dividende, koji ne glase na jedan određeni novčani iznos, već samo obezbeđuju pravo na nastalu dobit koja je odlukom skupštine akcionara odobrena za isplatu. Na kuponima za dividendu se obično ispisuje nominalni iznos na koji dotična hartija od vrednosti i glasi.

2.2.4. Vrste efekata

Podela efekata u teoriji i praksi je mnogobrojna i različita i umnogome identična sa podelom hartija od vrednosti uopšte pa će u ovom delu pažnja biti posvećena podeli efekata prema vrsti prihoda koja sve efekte svrstava u tri velike grupe:

- Efekti sa fiksnim prihodom u formi kamate,
- Efekti sa varijabilnim prihodom u formi dividende,
- Efekti sa mešovitim prihodom u formi kamate i dividende.

Efekti sa fiksnim prihodom

Efekti sa fiksnim prihodom pismeno potvrđuju jednu obligaciono-pravnu obavezu i daju vlasniku pravo potraživanja u odnosu na

izdavaoca. Za razliku od prava potraživanja iz efekata sa varijabilnim prihodom, pravo efekata sa fiksnim prihodom može se ostvariti i u slučaju stečaja izdavaoca. Efekti sa fiksnom kamatom imaju karakter dugoročnih zajmova – kredita, što znači da dužnik, izdavaoc efekta mora svoje obaveze izvršiti uredno i na vreme.

Pomoću fiksno ukamaćenih efekata sve vrste privrednih subjekata pribavljaju sebi dugoročan tuđi kapital koji se: ukamaćuje sa unapred utvrđenom kamatnom stopom, u određenim momentima isplaćuje uz podnošenje kupona za kamatu i vraća na dan dospeća najmanje po nominalnoj vrednosti. Kod većine fiksno ukamaćenih efekata kamata se isplaćuje polugodišnje, a ređe godišnje.

Rok trajanja dugoročnih zajmova – kredita uzetih emisijom efekata sa fiksnom kamatom je različit. Kod takozvanih javnih zajmova sa državnim obveznicama on iznosi od 1 do 25 godina (uobičajeno od 3 do 8 godina), dok kod hipotekarnih založnica – obveznica taj rok može biti od 5 do 99 godina (uobičajeno od 8 do 30 godina).

Sve efekte sa fiksnom kamatnom stopom prema izdavaocu-emitentu možemo podeliti na tri grupe:

- a) efekti sa fiksnim prihodom koje izdaje javni sektor,
- b) efekti sa fiksnim prihodom koje izdaje privatni sektor i
- c) efekti sa fiksnim prihodom javnog i privatnog sektora.

A. Efekti sa fiksnim prihodom koje izdaje javni sektor

Osnovni oblik mobilizacije kapitala u zemljama sa razvijenim tržištem kapitala i osnovni oblik zaduživanja na svim nivoima vlasti je emisija efekata sa fiksnom kamatnom stopom. Svrha ovih državnih zajmova je obezbeđenje državnog kapitala iz realnih izvora potrebnog svakoj državi za ostvarivanje ciljeva ekonomske i razvojne politike.

Obzirom na autoritet i značaj ovog izdavaoca, efekti sa fiksnim prihodom koje izdaje država, sa aspekta boniteta i kvaliteta se smatraju najboljim i prvorazrednim. Zbog ovoga su emisije ovih efekata bez dodatnih troškova garantovanja što ih čini konkurentnijim na tržištu kapitala u odnosu na druge efekte sa fiksnim prihodom. Pored toga država je kao emitent u daleko povoljnijem položaju od drugih emitenata jer svojim efektima obezbeđuje prednost u formi raznih poreskih olakšica.

Osim države, kao emitenti efekata sa fiksnim prihodom iz javnog sektora mogu se pojaviti i takozvane paradržavne institucije. Takav karakter imaju nacionalizovana društva koja svoju ulogu ostvaruju na području javnih usluga koje su od opšteg i posebnog društvenog značaja. Zbog takve uloge ovi subjekti često imaju nedostatak kapitala zbog čega su prinuđeni da budu učesnici tržišta kapitala.

Osnovne vrste efekata sa fiksnim prihodom koje izdaje javni sektor su sledeće:

- Obveznice koje emituju organi centralne vlasti – obveznice trezora,
- Obveznice lokalnih organa vlasti – municipalne obveznice i
- Obveznice koje emituju državne agencije na bazi hipoteka – hipotekarne obveznice.

1) Obveznice državnog trezora

Državne obveznice emituje država ili pojedini njeni delovi. Ovi efekti za kupce sadrže najmanji stepen rizika jer su osigurani snagom emitenta što je u ovom slučaju država. Plasmanom svojih obveznica država mobilise ogroman slobodni kapital kojim finansira svoje investicione potrebe na kreditnoj osnovi.

Ukoliko je plasman izvršen u zemlji u domaćoj valuti, onda se radi o unutrašnjem dugu države, a ukoliko je taj plasman izvršen u inostranstvu i glasi na strane valute onda se radi o spoljnom dugu države. Državni dugovi su sa aspekta rizika osigurani, a potraživanje po osnovu duga može se u svako vreme naplatiti.

Osnovni razlog za emisiju državnih obveznica se sastoji u tome što se na taj način može sakupiti mnogo više sredstava nego putem klasičnog kreditiranja. Državne obveznice su vrlo atraktivne za investitore iz više razloga:

- poseduju izuzetno visok kreditni rejting – smatraju se najsigurnijim finansijskim instrumentima jer izvršenje obaveze garantuju vlad, -

- visoka likvidnost - u većini zemalja sveta tržišta državnih hartija od vrednosti spadaju u najlikvidnija, što omogućava brzo pretvaranje uloženi sredstava u gotovinu,

- mali rasponi između kupovnih i prodajnih cena što je direktna posledica visokog stepena likvidnosti,

- transparentne cene – visok stepen likvidnosti dovodi do brzog određivanja cena koje postaju javne i svima dostupne, vlade poseduju niz mera kako to da ostvare (povećanje poreza, smanjivanje budžetskih troškova, itd.

- dematerijalizacija – gotovo u svim zemljama trgovanje državnim obveznicama je postalo elektronsko, elektronsko trgovanje donosi niz pogodnosti kao što su: nepostojanje opasnosti od gubitka, krađe, uništenja, itd.

- visok nivo leveridža – u slučaju da se državne hartije koriste kao kolateralno osiguranje za emisiju drugih hartija mogu se dobiti vrlo visoki iznosi – čak do 90% od nominalne vrednosti,

- ostalo – kao što su relativno povoljni poreski tretmani, nisu opozive tj. ne postoji opasnost da ih država otkupi pre krajnjeg roka dospeća.

2) **Municipalne obveznice**

Municipalne obveznice su posebna kategorija državnih hartija od vrednosti koje emituju niži organi vlasti kao što su republike članice federacije, okruzi, gradovi, opštine i tome slično. Municipalne obveznice imaju dugu tradiciju i predstavljale su način na koji su lokalne samouprave prikupljale sredstva za finansiranje različitih potreba.

Municipalne obveznice su posebno popularne u SAD.

U obilju municipalnih obveznica, razlika se pravi između dve osnovne vrste:

- Opštih obligacija (general obligation) – koje nude niže nivo rizika investitorima pošto se lokalni organ vlasti obavezuje u potpunosti da će svim mogućim sredstvima izvršiti isplatu preuzetih obaveza,

- Prihodne obveznice (revenue bonds) – gde se isplata kamate i glavnice investitorima vezuje samo za prihode koji će se ostvariti od ulaganja u specifičan projekat (na primer vodovod, most, put, itd). Ova vrsta obveznica nosi veći rizik od prethodne jer je odgovornost lokalnog organa-emitenta ograničena uspešnošću realizacije određenog projekta.

3) Hipotekarne obveznice i obveznice državnih agencija

Hipotekarne hartije od vrednosti snažan razvoj doživljavaju u drugoj polovini 70-ih godina XX veka, paralelno sa razvojem procesa sekjuritizacije. Nastale su na osnovama duge tradicije korišćenja klasičnih hipotekarnih kredita odobravanih za kupovinu različitih nekretnina (stanova, kuća, zemlje). Ovi krediti u zemljama zapadnog sveta, posebno u Velikoj Britaniji i SAD, imaju jako dugu tradiciju.

Sušтина upotrebe ovih hartija je u tome što se korisnik obraća banci ili nekoj drugoj depozitnoj instituciji (štedionici, štedno-kreditnoj zadruzi) da mu odobri kredit radi rešavanja stambenog pitanja. Korisnik polaže određenu sumu novca na ime učešća, finansijska institucija mu odobrava kredit, korisnik kupuje nekretninu, ali mu se na nju stavlja hipoteka kao obezbeđenje da će uzeti kredit uredno vraćati finansijskoj instituciji u predviđenom roku. Na iznos pozajmljenih sredstava se zaračunava kamata i sastavlja amortizacioni plan čija je suština u određivanju mesečne anuitetne rate, u kojoj su sadržani glavnica i kamata kredita. U početku otplate, u anuitetu je mnogo veći udeo kamate nego glavnice duga, da bi se vremenom situacija promenila. Korisnik kredita je obavezan da anuitet redovno plaća svakog meseca u narednih 10, 15, 20 ili 30 godina. Sve dok na vreme otplaćuje svoje obaveze korisnik kredita je spokojan da hipoteka na nekretninu neće biti aktivirana. Međutim, ukoliko nije u stanju da izmiri mesečnu ratu, posebno par meseci uzastopno, postoji velika opasnost da banka aktivira hipoteku, prinudnim putem oduzme nekretninu čijom prodajom će namiriti svoja potraživanja. Hipotekarni krediti mogu biti različitih rokova, sa različitim kamatnim stopama i različitim načinom obračuna kamate (fiksna i varijabilna).

Jedan od velikih problema povezanih sa hipotekarnim kreditima predstavlja činjenica što su nelikvidni – finansijska institucija koja ih odobrava zarobljava svoja sredstva na duži rok čime smanjuje mogućnost njihovog efikasnijeg korišćenja. Da bi se ovaj problem rešio došlo je do pojave sekjuritizacije. Sekjuritizacija se sastojala u udruživanju individualnih kredita, odnosno njihovom prepakivanju u tzv. pul – u kome su se nalazili krediti sa istim rokovima dospeća, na istu vrstu nekretnina i pod istim kamatnim stopama. Tako kreirani pulovi poslužili su kao osnova na bazi koje je izvršena emisija novih hartija od vrednosti instrumenata duga, gde su pojedinačni krediti i periodične uplate anuiteta njihovih korisnika, služile kao obezbeđenje izvršenja obaveze. Ovde treba napomenuti da se mogu emitovati dve grupe hartija – one gde se samo vrši distribucija isplata vlasnicima i one koje su garantovane od strane neke finansijske institucije.

U našoj zemlji državne hartije od vrednosti emituje Narodna banka Srbije. Dugoročnih hartija još uvek nema puno. Najkvalitetnije su svakako obveznice po osnovu izmirenja obaveza prema staroj deviznoj štednji.

Određena iskustva iz drugih zemalja, kako razvijenih, tako i manje razvijenih, pokazuju da razvoj dugoročnih državnih obveznica ima izuzetno veliki uticaj na ukupan razvoj finansijskih tržišta.

B. Efekti sa fiksnim prihodom koje izdaje privatni sektor

U zemljama sa razvijenim tržištem kapitala, mobilizaciju slobodnog kapitala neophodnog za razvoj, privatni sektor ostvaruje emitujući svoje efekte sa fiksnom kamatom, s tom razlikom što ovaj sektor u poređenju sa javnim na tržištu efekata ima relativno manju ulogu. Privatni sektor, znači, obuhvata sve privredne subjekte koji nemaju javno-pravni karakter. To su pre svega banke i druge finansijske institucije koje refinansiraju odobrene zajmove emitujući obveznice, založnice i druge efekte sa fiksnom kamatom. Zatim tu spada veliki broj korporacija, kompanija, akcionarskih društava.

Emisija efekata sa fiksnom kamatom privatnog sektora podleže obaveznoj registraciji kod nadležnog državnog organa. Sa aspekta obezbeđenja emisija efekata sa fiksnom kamatom može biti garantovana i negarantovana. U najvećem broju slučajeva emisija je garantovana realnim obezbeđenjem (mortgage) koje se odnosi na celokupnu aktivu preduzeća, ili na određeni procenat imovine, ili samo na određena dobra. Realno obezbeđenje može takođe da se sastoji iz zaloge hartija od vrednosti, naročito akcija. Postoje i obveznice koje su garantovane od strane neke druge institucije.

Obveznice preduzeća kao instrument duga predstavljaju jedan od dva osnovna elementa strukture kapitala. Kao takve one imaju više karakteristika, o kojima emitenti i investitori moraju posebno da vode računa. Te karakteristike su:

- finansiranje putem obveznica predstavlja dug za emitenta, tj. uzimanje tuđih sredstava na korišćenje, a to automatski znači obavezu izdavaoca da pozajmljena sredstva vrati uz kamatu u predviđenom roku,

- isplata obaveza po osnovu emitovanih obveznica predstavlja prioritet za emitenta (preduzeće mora prvo da izmiruje obaveze po osnovu emitovanih obveznica, pa tek onda po osnovu emitovanih preferencijalnih i običnih akcija),

- plaćanje kamate po osnovu emitovanih obveznica se tretira kao trošak poslovanja, što donosi emitentima određene poreske olakšice,

- isplata obaveza po osnovu emitovanih obveznica je ograničena obavezom na iznos kamata i glavnice, što je regulisano ugovorom o kreditu,

- u slučaju likvidacije emitenta vlasnici obveznica imaju povlašćeni tretman jer naplata njihovih potraživanja ima prioritet u odnosu na vlasnike običnih i preferencijalnih akcija.

Korišćenje obveznica kao finansijskog instrumenta duga u strukturi kapitala preduzećima koja ih emituju donosi određene prednosti, ali i nedostatke. Najvažnije prednosti bile bi:

- emisija obveznica omogućava da se kapital pribavi iz više izvora što olakšava prikupljanje neophodnog kapitala,

- troškovi po osnovu duga ograničeni su na iznos glavnice i kamate koja se isplaćuje vlasnicima obveznica,

- visina troškova po osnovu emitovanih obveznica značajno je niža od troškova akcijskog kapitala, uobičajeno je da kamatna stopa na obveznice bude niža od dividende stope pošto finansiranje putem akcija nosi veći rizik; takođe, kamatna stopa na obveznice preduzeća je uvek viša od kamatne stope na državne obveznice,

- vlasnici preduzeća dolaze do kapitala bez promene strukture sopstvenog kapitala,

- korišćenje obveznica uz uvođenje call odredbe (odredbe o reotkupu) u ugovoru o kreditu unosi veliki stepen fleksibilnosti u finansijskoj strukturi; emitenti mogu iskoristiti ovu opciju u slučaju pada kamatnih stopa i otkupiti postojeće obveznice emitovane po višoj kamatnoj stopi emisijom novih obveznica po nižoj kamatnoj stopi.

Najčešće spominjani nedostaci korišćenja dugoročnih obveznica kao instrumenata duga za preduzeća su sledeći:

- obveznice povlače postojanje fiksnih obaveza –ukoliko emitent ostvari loše poslovne rezultate i nema dovoljan nivo prihoda može se naći u situaciji da nije sposoban da izvrši obaveze po osnovu emitovanih obveznica,

- veći obim korišćenja obveznica kao izvora finansiranja dovodi do povećanja finansijskog leveridža što ima za posledicu povećanje

troškova kapitala (veće korišćenje duga u finansiranju zahteva više stope prinosa na ukupan kapital, pošto sa porastom zaduženosti raste i rizik),

- obveznice imaju fiksni rok dospeća kada treba isplatiti iznos glavnice, a često se radi o velikim iznosima o čemu treba voditi računa,

- dugoročne obveznice preduzeća predstavljaju dugoročnu obavezu koja sa sobom uvek nosi visok nivo rizika,

- emisija dugoročnih obveznica zahteva strožije uslove od emisije kratkoročnih finansijskih instrumenata ili instrumenata akcijskog kapitala,

- postoje objektivne granice dokle preduzeća mogu koristiti finansiranje putem duga i ona to sama određuju te granice.

Primarna emisija obveznica preduzeća

Sagledavanje pozitivnih i negativnih strana finansiranja putem emisije obveznica je neophodno kako bi preduzeća mogla da donesu pravilne odluke o načinima svog finansiranja. Jedan od najvažnijih momenata je pitanje kada ući u emitovanje nove serije obveznica. Smatra se da je najbolje vreme kada su cene postojećih obveznica na visokom nivou i kada je kamatna stopa relativno niska, a poželjno je da u tom trenutku cene akcija preduzeća budu na niskom nivou. U slučaju visokih cena akcija i visokog nivoa kamatnih stopa preporučuje se da se preduzeća opredele za finansiranje putem emisije akcija.

Primarna emisija obveznica se vrši na osnovu ugovora o kreditu. Reč je o pisanom sporazumu između emitenta (firme ili nekog drugog), kao korisnika sredstava (uzimaoca kredita) sa jedne strane i kreditora, to jest poverioca sa druge strane. Kreditore može predstavljati jedna ili više većih finansijskih institucija ili banaka i oni se nazivaju poverenikom. Poverenik predstavlja određenu finansijsku instituciju koja reprezentuje vlasnike obveznica i zastupa njihove interese.

Poverenik vodi računa o emitovanju obveznica, stara se o tome da se poštuju uslovi iz ugovora o kreditu, upravlja fondom za isplatu obaveza po osnovu duga pre krajnjeg roka dospeća, preduzima akcije u cilju zaštite interesa vlasnika obveznica. Uloga poverenika je izuzetno značajna u većini zemalja.

Primarna emisija obveznica može se izvršiti na dva osnovna načina, i to:

- 1) Putem javne emisije- gde se obveznice nude putem javne ponude velikom broju unapred nepoznatih kupaca i
- 2) Putem metoda privatnih plasmana – gde se obveznice prodaju unapred poznatim kupcima najčešće iz reda institucionalnih investitora.

Javna emisija je visoko standardizovan proces koji podrazumeva poštovanje određene uhodane procedure. Proces javne emisije obveznica uključuje više faza:

- 1) fazu donošenja odluka,
- 2) fazu pripreme – gde se vrši registracija kod odgoovarajućih organa,
- 3) fazu realizacije – povezana sa distribucijom obveznica.

Javna emisija podrazumeva prodaju obveznica javno, velikom broju investitora koji emitentu nisu poznati unapred. Da bi se uspešno realizovali poslovi oko prikupljanja sredstava duga na osnovu emitovanih obveznica, za emitenta je posebno važno da pronađe dobrog investicionog bankara. Obično se emitenti odlučuju za one u koje imaju najviše poverenja i sa kojima će moći sarađivati duže vreme.

Jedan od načina da se izvrši javna emisija je da emitent unapred proda celokupnu emisiju investicionom bankaru, koji u tom slučaju na sebe preuzima dalje posao i rizik u vezi distribucije obveznica. Na ovaj način emitent dolazi do sredstava brzo, dok investicioni bankar ostvaruje profit na bazi razlike u ceni između prodajne i kupovne cene. Problem u ovom slučaju mogu biti troškovi emisije koji mogu biti prilično visoki za emitenta.

Drugi način javne ponude je putem metoda "najboljeg napora ili zalaganja" u kome investicioni bankar ne otkupljuju obveznice od firme, već se trudi da ih plasira po najpovoljnijim uslovima, tj. po najvišoj ceni. Sličan je i pristup na agencijskoj osnovi, gde firma ima veći broj agenata koji pokušavaju da prodaju njene hartije od vrednosti i da za to dobiju odgovarajuću proviziju. Ovaj metod se može koristiti i kod privatnih plasmana obveznica. Agencijska provizija se isplaćuje u zavisnosti od obima prodaje. Ovaj način emisije koriste pre svega velike i jake firme koje su sigurne da se njihove obveznice mogu prodati lako i bez problema.

Drugi način emisije obveznica je putem **privatnih plasmana**. Smatra se da čak 50% instrumenata duga u razvijenim zemljama emituje na ovaj način. Ovaj način podrazumeva da emitenti direktno prodaju svoje instrumente duga manjem broju unapred poznatih investitora. Orijehtacija emitenta je uglavnom ka velikim investitorima iz reda institucionalnih investitora-penzionih fondova, osiguravalućih kompanija, banaka.

Razlike privatnih plasmana u odnosu na javnu emisiju su sledeće:

1. Privatno plasiranje obveznica ne zahteva registracionu proceduru kod nadležnih organa, to utiče na smanjenje troškova što ovaj način emitovanja može učiniti atraktivnijim,
2. Privatni plasmani podrazumevaju dogovor sa jednom ili više finansijskih institucija, odnosi se regulišu prostim ugovorom,
3. Javna emisija je visoko standardizovan proces, ugovori o privatnim plasmanima to nisu,
4. Nepovoljnost privatnih plasmana se može pojaviti ukoliko investitori zahtevaju oštrije uslove nego prilikom javne emisije,

C. Efekti javnog i privatnog sektora u savremenim tržišnim uslovima

U savremenim uslovima na tržištu obveznica, a naročito na tržištu u SAD-u, stvoren je čitav niz novih hartija od vrednosti koje u osnovi imaju obveznicu. Iz tih razloga ovi efekti spadaju u efekte sa fiksnim prinosom, odnosno obveznice. Sve te nove hartije od vrednosti predstavljaju , u stvari, samo razne varijacije u odnosu na kamatni kupon i vrstu kamate kao i način njenog obračuna.

Inovacije na tržištu obveznica su često bile podsticane raznim poreskim olakšicama ili regulatornim reformama, a većina tih inovacija je nastala kako bi se povećao i proširio broj investicionih alternativa za potencijalne investitore. Pojedine inovacije su nastale usled nesavršenosti samih finansijskih tržišta ili privrednih struktura. Tako na primer, u zemljama sa visokom stopom inflacije nije bilo racionalano postojanje obveznica sa fiksnom kamatnom stopom. Zbog toga, kao jednu od prvih inovacija treba pomenuti **obveznice sa promenljivom kamatnom stopom**. Njih je kreirala i prvi put emitovala američka banka *CitiCorp*. 1974. godine.

- Obveznice sa promenljivom kamatnom stopom sa razlikuju od klasičnih obveznica po tome što je kamatna stopa kod prvih promenljiva i prilagodljiva u zavisnosti od kretanja na tržištu. Njeno

pomeranje se može povezati sa kretanjem indeksa kamatne stope (npr. LIBOR +1%), mada se najčešće povezuje sa kretanjem kamatne stope na državne hartije od vrednosti.

- Jednu od inovacija predstavlja pojava **prihodnih obveznica** (income bonds). Naziv su dobile po tome što je plaćanje kamate povezano sa poslovnim rezultatima i ostvarenim prihodom emitenta, pre svega preduzeća. Kamata na ove obveznice se plaća u zavisnosti od visine prihoda koje firma ostvari i to obično u slučaju kada on pređe određeni minimalni iznos. U slučaju da emitent nije u stanju da ostvari dovoljan nivo prihoda – kamata se ne plaća. Međutim, u slučaju da emitent ostvari prihod koji prelazi minimalno definisani iznos – investitorima će biti isplaćena veća kamata. Postojanje ovih obveznica daje preduzeću veliku fleksibilnost u finansijskoj politici. One mogu imati određene sličnosti sa preferencijalnim akcijama, posebno ukoliko sadrže odredbe o kumulativnoj isplati kamata, koja se akumulira u toku godina.

- Posebnu vrstu obveznica predstavljaju obveznice sa pravom prodaje njihovom emitentu-takozvane **put obveznice**. Suština je u tome da investitor poseduje prodajnu (put) opciju koja mu daje pravo da ih proda emitentu pre roka dospeća ukoliko to zaželi. U kreiranju put opcije mogu postojati određena ograničenja, najčešće u pogledu perioda u kome se opcija može iskoristiti. Postoje dva razloga zbog kojih će investitor odlučiti da iskoristi opciju:

- bonitet i kreditni rejting emitenta počinju da opadaju što dovodi do rasta rizika od neizvršenja obaveza,

- ukoliko dođe do porasta kamatne stope, može doći do pada cena obveznica, ako se investitor odluči da ih proda emitentu može izbeći taj pad.

Cena po kojoj investitor može da proda put obveznicu emitentu najčešće predstavlja nominalnu vrednost ili je veća od nominalne vrednosti.

- **Opozive obveznice** (callable bonds) predstavljaju jednu od inovacija na tržištu obveznica koje daju pravo emitentu da ih otkupi od investitora pre roka dospeća. Ovo je čest slučaj ukoliko se u ulozi emitenta pojavljuju preduzeća. Njihova suština je da emitent poseduje kupovnu (call) opciju koja mu pruža mogućnosti da otkupom obveznica faktički likvidira dug pre konačnog roka dospeća. Emitenti se na povlačenje obveznica mogu odlučiti u slučaju kada dolazi do pada

kamatne stope zato što u takvim slučajevima mogu izvršiti zamenu skupljeg duga manje skupim.

- **Industrijske razvojne obveznice** (IBDs – industrial development bonds) su tip obveznica koje emituju najčešće državni ili organi lokalne uprave radi prikupljanja sredstava za finansiranje određenih atraktivnih projekata od kojih će kasnije korist imati širi krug korisnika. Kamatna stopa na ove obveznice je obično niska, pošto su investitori pretežno oslobođeni plaćanja poreza.

- **LYON** (liquid yield option note) obveznice predstavljaju tip obveznica koje su opozive, konvertibilne i bez kupona. Lajonsi su neka vrsta kombinacije više različitih tipova obveznica. Za njih je karakteristično postojanje dvostruke opcije – investitori imaju pravo da ih prodaju emitentu pre roka dospeća, ali i emitenti imaju kupovnu (call) opciju koja im daje pravo da ih opzovu pre roka dospeća.

- **Konvertibilne ili zamenljive obveznice** vlasnicima daju pravo da ih zamene za neke druge hartije od vrednosti. Emituju ih privredne organizacije i obično se mogu konvertovati u druge hartije od vrednosti preduzeća, pre svega preferencijalne ili obične akcije.

- **Zajedničke obveznice** (joint bonds) predstavljaju tip obveznica koje istovremeno emituju dva ili više emitenata. U SAD su postojali primeri takvih emisija, npr. železničkih kompanija koje su želele investitorima da pruže viši nivo sigurnosti izvršenja obaveza.

- **Obveznice sa pravom glasa** (voting bonds) su relativno redak tip obveznica koji investitorima daje pravo, samo u određenim situacijama, da učestvuju na Skupštini akcionara i glasaju. To pravo je uslovnog karaktera i najčešće se stiče u slučaju da emitent u jednom dužem periodu vremena ne isplaćuje kamatu investitorima.

- **Garantovane obveznice** (guaranteed bonds) je jedna od inovacija koja je usmerena ka tome da investitorima pruži viši nivo sigurnosti i manji nivo rizika. Reč je o instrumentima duga koji su garantovani od strane neke druge kompanije. Najčešće ih emituju zavisna preduzeća, dok se u ulozi garanta pojavljuju "roditeljske" firme.

2.2.5. Učesnici na tržištu kapitala

U svim zemljama u kojima postoji i funkcioniše tržište kapitala kao učesnici na tom tržištu javljaju se:

- 1) **investitori**, vlasnici kapitala u ulozi prodavaca,
- 2) **preduzetnici**, korisnici kapitala u ulozi kupaca,
- 3) **posrednici** u formi banaka i drugih specijalizovanih finansijskih institucija kao i berzi i
- 4) **država** u ulozi regulatora i kontrolora.

Klasifikaciju i svrstavanje ovih učesnika na tržištu kapitala moguće je izvršiti na razne načine, polazeći od mnogih kriterijuma i osnova. Sa aspekta uspostavljanja tržišnog odnosa svi učesnici se mogu svrstati u:

- **neposredne** koji poslovne kontakte uspostavljaju direktno između sebe i

- **posredne** učesnike koji poslovne kontakte uspostavljaju uz učešće nekog ovlašćenog posrednika – banke ili druge finansijske institucije.

Sa aspekta forme učestvovanja, učesnici na tržištu kapitala mogu biti:

- **institucionalizovani** učesnici koji se u poslovima javljaju u formi tržišne institucije i

- **neinstitucionalizovani** učesnici koji se u poslovima na tržištu kapitala javljaju kao tržišne neinstitucije.

Sa aspekta organizovanja poslova na tržištu kapitala, sve učesnike možemo svrstati u :

- **organizovane** učesnike koji svoje poslove na tržištu kapitala obavljaju u okviru za to organizovane i osnovane institucije tržišta kapitala i

- **neorganizovane** učesnike, odnosno učesnike tzv. slobodnog prometa i trgovine na tržištu kapitala.

Za potpunije razumevanje problematike tržišnih odnosa učesnika na tržištu kapitala najpogodnija klasifikacija je ona koja sve učesnika svrstava u: investitore, preduzetnike, banke, specijalizovane finansijske institucije, berze i državu. Iz tog razloga će nastavku rada posebna pažnja biti posvećena upravo ovim učesnicima.

Investitori na tržištu kapitala

Investitori su subjekti na tržištu kapitala koji raspolažu viškovim finansijskih sredstava koja žele da unosno ulože, odnosno investiraju kroz kupovinu određenog finansijskog instrumenta. Dakle, investitor je kupac finansijskih instrumenata. U ulozi investitora se mogu javiti pojedinačni investitori iz različitih sektora (najčešće stanvništva, privrede i vanprivrede) i institucionalni investitori koji su daleko brojniji (investicione kompanije, penzioni fondovi, osiguravajuća društva, banke).

Jedan od najvažnijih zadataka savremenog tržišta kapitala i ukupne regulative u vezi sa njim, je zaštita i očuvanje interesa investitora,

odnosno vlasnika kapitala. Ta važnost proizilazi iz mesta i uloge investitora u okviru ukupne nacionalne ekonomije, a posebno na tržištu kapitala. Interes investitora mora biti primarno obezbeđen, a sam investitor prilikom ulaganja svog kapitala mora imati osećaj potpune sigurnosti i poverenja u mehanizam tržišta kapitala i države kao kontrolora tog mehanizma.

Prema tome, investitori kao učesnici na tržištu kapitala imaju primarno mesto i značaj u odnosu na druge učesnike. Taj značaj proizilazi iz činjenice da su upravo oni vlasnici kapitala koji je osnov stvaranja nove nacionalne vrednosti, bogatstva i prosperiteta.

Zaštita interesa investitora je jedno od ključnih pitanja koje neposredno utiče na postojanje i rad tržišta kapitala. Ukoliko se ova zaštita iz bilo kog razloga ne bi ostvarila i obezbedila, onda u tom društvu ne postoji ni minimum verovatnoće o uspešnom funkcionisanju tržišta kapitala. Interes investitora mora biti zaštićen od strane svih drugih učesnika na tržištu kapitala čiji su interesi u suprotnosti sa njegovim. Drugi učesnici na tržištu kapitala s obzirom na svoje mesto i ulogu dužnika, uvek su u mogućnosti da interes investitora kao poverioca izigraju ili zloupotrebe. Oni, u tržišnim operacijama sa investitorima ne mogu imati nikakvu materijalnu štetu, što stvara dodatni rizik za investitora. S tim u vezi, investitora i njegov interes treba zaštititi od rizika koji dolazi od strane korisnika kapitala, od strane posrednika na tržištu kapitala i od rizika povraćaja kapitala i naplate prihoda po osnovu kamate.

Zaštita od korisnika kapitala ili njegovog posrednika. Ovom vrstom zaštite potrebno je onemogućiti budućeg dužnika da ostvari svoj interes na štetu poverioca koristeći neregularni tržišni instrumentariji i svoju ulogu i poziciju koju ima u njemu. Tržišna regulativa nikada ne sme dovesti investitora u podređeni položaj naspram svih ostalih učesnika.

Zaštita investitora od rizika naplate glavnice i kamate. Ova zaštita pretpostavlja postojanje regulative tržišnog mehanizma koji investitoru garantuje povraćaj po osnovu kamate, ali samo u onim slučajevima kada je odluka investitora o izboru korisnika bila dobra, pa u njenoj realizaciji nije postojao tzv. rizik ulaganja.

Zaštita interesa investitora se u savremenim i razvijenim tržišnim privredama ostvaruje efikasnom i objektivnom državnom i tržišnom

regulativom i kontrolom. Najvažniji instrumenti zaštite interesa investitora i ostalih učesnika na tržištu kapitala mogu biti:

- funkcionisanje optimalnog sistema informisanosti investitora,
- javni karakter berzanskih operacija u vezi sa kretanjem pojedinih kurseva i drugih pokazatelja i indeksa koji mogu biti od značaja za odluku investitora,
- javno objavljivanje svih informacija i odluka nadležnih organa koje mogu da utiču na promene na tržištu kapitala,
- zaštita od tzv. bankarske zloupotrebe položaja,
- zaštita od rizika naplate potraživanja koja se obezbeđuje obavezom korisnika kapitala da investitoru nadoknadi sve troškove i izgublenu dobit.

Korisnici na tržištu kapitala

Korisnik kapitala se na tržištu kapitala javlja kao kupac ponuđenog kapitala koji je vlasništvo investitora. On je istovremeno i dužnik i novi vlasnik kapitala. Naime, reč je o učesnicima koji imaju manjak sredstava koji pokušavaju da zatvore kroz emisiju različitih efekata.

Ovde valja objasniti značajnu ulogu korisnika kapitala koju oni imaju na primarnom i sekundarnom tržištu efekata. Ta njihova uloga je od posebnog uticaja na stepen uspešnosti funkcionisanja tržišta kapitala, a može se podeliti na dve osnovne grupe aktivnosti:

- uloga i aktivnost korisnika kapitala na području poslovnih operacija u vezi sa primarnom emisijom efekata, i

- uloga i aktivnost korisnika kapitala na području poslovnih operacija u vezi sa trgovinom već emitovanih i plasiranih efekata.

Poslovne operacije korisnika kapitala, u vezi sa emisijom i plasmanom efekata obuhvataju čitav niz tržišnih radnji i aktivnosti na tržištu kapitala koje se odvijaju sledećim redosledom:

1. priprema emisije i donošenje odluke o plasmanu efekata,
2. pojava i prezentacija emisije na tržištu efekata,
3. registracija emisije kod nadležnog organa,
4. plasman emisije na tržištu efekata,
5. distribucija efekata emisije,
6. prodaja efekata investitorima,

7. negovanje kursa i stabilizacija tržišta,

8. zatvaranje emisije.

Poslovne operacije korisnika kapitala u vezi sa trgovinom već emitovanih i plasiranih efekata, odnosno tržišne operacije na sekundarnom tržištu efekata obuhvataju dve aktivnosti korisnika i to:

1. izvršavanje svih preuzetih obaveza iz osnova ostvarivanja svih prava iz efekata koja ona donose vlasniku efekata: povraćaj glavnice i isplata kamatnih kupona kod obveznice ili isplata dividende kod i ostvarivanje drugih prava kod akcije i

2. učešće, iz mnogobrojnih razloga, u kupoprodaji sopstvenih hartija od vrednosti tzv. "kupoprodaja iz druge ruke".

Od kvaliteta uspostavljenih odnosa između korisnika kapitala i ostalih učesnika na tržištu kapitala umnogome zavisi uspeh u funkcionisanju ovog tržišta.

Posrednici na tržištu kapitala

Posrednici su subjekti koji dolaze do sredstava od investitora i pozajmljuju ta sredstva ili ih investiraju u investicione jedinice kojima su sredstva potrebna za realizaciju određenih projekata. Njihovi motivi su da ostvare zaradu na bazi razlike u ceni po kojoj angažuju sredstva i ceni po kojoj ih plasiraju.

Kako su investitori od presudnog značaja za formiranje ponude, korisnici kapitala za formiranje tražnje, tako su posrednici od presudnog značaja i uticaja na visinu obima realizacije ponude, odnosno tražnje na tom tržištu kapitala. U zemljama u kojima je nerazvijen ili nedovoljno razvijen ovaj posrednički sektor, bez obzira na postojanje određenog nivoa ponude i tražnje, stepen efikasnosti tržišta kapitala je vrlo mali i neadekvatan obimu ponude i tražnje, i obrnuto.

Uticaj posrednika na stepen uspešnosti funkcionisanja tržišta kapitala je značajan i veliki, posebno ako se ima u vidu odgovornost posrednika u realizaciji svih tržišnih operacija. Ta odgovornost se izražava u karakteru posredničke funkcije na jednoj strani i karakteru posredničkih poslova koji su od posebnog značaja na drugoj strani. Tajnost, ažurnost i efikasnost, poslovni moral i etika su samo neke od specifičnosti posrednika koje definišu njihov značaj i važnost na tržištu.

Svrstavanje i podela posrednika mogući su na više načina, a jedna od najznačajnijih je podela prema kriterijumu njihove organizaciono-funkcionalne strukture. Po toj podeli u posrednike na tržištu kapitala spadaju:

1) banke i druge bankarske organizacije (štedionice i štedno-kreditne asocijacije) kao posrednici između investitora i korisnika kapitala,

2) investicioni fondovi i druge finansijske institucije kao institucionalizovani posrednici investitora i

3) berze kao specijalizovane institucije tržišta kapitala.

Država i njena uloga na tržištu kapitala

Država kao učesnik na tržištu kapitala ima posebno mesto i značaj. Ta posebnost proizilazi iz njene specifične uloge u nacionalnoj ekonomiji uopšte, pa samim tim i na tržištu kapitala. Država se kao najveća izvršna vlast, na tržištu kapitala javlja u ulozi:

-investitora,

-korisnik kapitala,

-regulatora i

-kontrolora.

Svaka od ovih funkcija utiče u značajnoj meri na uspešno funkcionisanje tržišta kapitala, pri čemu su sve te funkcije države međusobno zavisne i uslovljene. Sve ove uloge ne podrazumevaju i posredničku ulogu što takođe predstavlja jednu od specifičnosti države kao učesnika na tržištu kapitala.

Država kao investitor ili korisnik kapitala

Kada je reč o ulozi države kao investitora ili korisnika kapitala, treba istaći dve specifičnosti koje prate državu u ovoj ulozi. Naime. Država se na tržištu kapitala može javiti u ulozi investitora ili korisnika kapitala i istovremeno u obe uloge zajedno, tj. kao investitor i korisnik. Ova dvostruka uloga dodatno ukazuje na mesto i značaj države u funkcionisanju tržišta kapitala. Druga specifičnost uloge države na ovom području izražena je u njenoj mogućnosti da i ovu svoju ulogu koja ima dvostruki karakter kombinuje i koristi u realizaciji drugih

funkcija, a pre svega u realizaciji funkcije regulatora na tržištu kapitala. Dakle, država svoju ulogu investitora ili korisnika kapitala, koristi i u regulisanju ponude i tražnje na tržištu kapitala.

U tom smislu će se država, u slučaju kada je tržište kapitala skupo, prenapregnuto ili teško, što je posledica daleko veće tražnje od ponude, pojaviti kao investitor i na taj način amortizovati negativne tržišne oscilacije. I obrnuto. U slučaju kada je tržište jeftino ili opušteno, što je posledica daleko veće ponude od tražnje, država će se tako pojaviti na tržištu kapitala u ulozi korisnika i na taj način obazbediti stabilnost u funkcionisanju tržišta kapitala.

U realizaciji svoje osnovne regulativne uloge na tržištu kapitala država primenjuje razne oblike i forme te regulative. Svi ti oblici bez obzira na formu i sadržinu imaju za cilj postojanje i funkcionisanje stabilnog tržišta kapitala kao osnovnog uslova stabilnih tržišnih odnosa i privređivanja uopšte. To u isto vreme ukazuje na obavezu države da u postupku donošenja i primene svoje regulative ima veliku odgovornost. Zato državna regulativa bez obzira na formu, mora u sebi sadržati određene pozitivne karakteristike i odbrambene mehanizme. Najvažnije karakteristike bile bi sledeće:

- državna regulativa mora biti objektivna i neutralna što podrazumeva da ona u svojoj aktivnosti ne sme zastupati pojedinačno ničije interese,
- državna regulativa mora biti nezavisna i autonomna u svom funkcionisanju kako od strane ostalih učesnika na tržištu tako i od same države,
- državna regulativa mora biti efikasna.

Polazeći od datih karakteristika državne regulative na tržištu kapitala, a s obzirom na cilj koji se tom regulativom želi postići, najvažniji oblici državne regulative su:

- 1) **kvantitativno usmeravanje određenog dela ponude kapitala u prioritetne i najpovlašćenije privredne sektore** ili pak davanje podrške tim sektorima radi ostvarivanja njihovog boljeg boniteta,
- 2) **regulisanje pristupa na tržištu kapitala** bilo selektivnim pristupom domaćih privrednih subjekata inostranim investitorima ili selektivnim pristupom inostranih privrednih subjekata domaćim investitorima,
- 3) **olakšice** u oblasti veće ili manje stope amortizacije za pojedine prioritetne ili neprioritetne sektore,
- 4) **subvencionirane kamate** za određene i pojedine sektore,

5) **fiskalne povlastice za pojedine hartije od vrednosti**, ali ne za pojedine sektore, grane ili privredne subjekte,

6) **premije za pojedine oblike štednje** koja je od posebnog značaja za ostvarivanje ciljeva socijalne politike,

7) **smanjenje tražnje za kapitalom** odlukama koje se odnose na smanjenje budžetskih rashoda kapitalnog karaktera, ili na rashode državnih organa,

8) **odluke i mere centralne banke** kojima se reguliše prerađivačka funkcija bankarsko-finansijskog sektora, odnosno transformacija novca u kapital,

9) **zaštita ulagača i korisnika kapitala**.

Instrumenti državne regulative

Da bi država svojom regulativnom ulogom postizala postavljene ciljeve, neophodni su joj odgovarajući instrumenti. Svi ti instrumenti mogu se svrstati u tri osnovne grupe:

- zakonska regulativa,
- osnivanje i rad odgovarajućih organa i komisija i
- instrumenti zaštite.

a) **Zakonska regulativa** predstavlja skup zakonskih i podzakonskih akata kojima se regulišu sva pitanja u vezi sa postojanjem i funkcionisanjem tržišta kapitala. Najvažniji instrumenti zakonske regulative su zakoni kojima se uređuju odnosi kupaca i prodavaca i ostalih učesnika na tržištu kapitala. Najznačajniji su zakoni i zakonski propisi iz oblasti organizovanja i rada svih privrednih subjekata, a naročito učesnika na tržištu kapitala; organizovanja i rada bankarsko-finansijskog sektora, posebno banaka; organizovanja i rada berzi efekata i regulative koja uređuje ovu oblast; instrumenata centralne banke; instrumenata kojima se regulišu pitanja poreza i taksi.

b) **Osnivanje državnih ili od nje ovlašćenih organa i komisija** je druga grupa instrumenata putem kojih država ostvaruje svoju regulativnu ulogu na tržištu kapitala. Broj, forma i način osnivanja i rada ovih državnih organa i komisija su različiti od zemlje do zemlje, a ono što im je zajedničko jeste razlog njihovog osnivanja i cilj koji se putem njih može postići. Od velikog broja ovih organa treba istaći organe za nadzor i kontrolu sprovođenja zakonskih i podzakonskih propisa, kao i veliki broj organa berzi i drugih učesnika na tržištu, a od komisija svakako Komisiju za hartije od vrednosti.

c) **Instrumenti zaštite interesa investitora** su takođe značajan deo regulative koji ima posebnu ulogu u stvaranju tzv. javnog mnjenja i

odnosa investitora prema kupovini emitovanih efekata. Ovaj instrument je od posebnog značaja u onim nacionalnim ekonomijama u kojima postoje tzv. mlada tržišta kapitala na kojima je tek potrebno zadobiti poverenje ogromnog broja investitora.

Uloga države kao kontrolora i revizora na tržištu kapitala

Funkciju kontrolora i revizora na tržištu kapitala, država ostvaruje i realizuje kroz veliki i organizovani aparat čija je jedina funkcija preventivna i naknadna kontrola ukupnih tržišnih odnosa i poslovnih transakcija na tržištu kapitala.

Oblici kontrole i revizije su mnogobrojni, a najznačajniji su:

- kontrola primene svih zakona i podzakonskih propisa kojima se regulišu ukupni tržišni odnosi i poslovne transakcije na tržištu kapitala,
- kontrola i nadzor nad radom i funkcionisanjem berzi i njenih organa preventivno preko berzanskih inspektora i drugih organa, preko ovlašćenih revizora i drugih nadležnih organa kontrole i revizije,
- kontrola portfolija hartija od vrednosti i svih subjekata koji posluju sa tim portfolijima,
- kontrola informacija svih vrsta i oblika koje se odnose i tiču rada i funkcionisanja berze, a naročito onih koje su prezentirane javnosti u formi prospekta ili bilo kojoj drugoj formi.

Iz svega iznetog proizilazi zaključak da je uloga države na tržištu kapitala značajna i po mnogo čemu specifična i različita od uloge svih ostalih učesnika na tržištu kapitala.

Tržište kapitala predstavlja jedan od najvažnijih postulata tržišne privrede. Ponekad je vrlo komplikovano, ćidljivo i teško razumljivo. Zato je bitno poznavati njegove osnovne funkcije i uvideti njegov značaj. Smatra se da su osnovne funkcije tržišta kapitala sledeće:

1. **transfer kapitala** od subjekata koji imaju viškove (štedne jedinice) ka subjektima koji imaju manjkove (investicione jedinice), dakle povezivanje ponude i tražnje za kapitalom,
2. **prikupljanje kapitala za obezbeđivanje skladnog privrednog i društvenog razvoja** jer mnogi projekti u nacionalnoj privredi zahtevaju velika finansijska sredstva koja ne može da obezbedi jedan ili više učesnika,
3. **funkcija selekcije projekata** – u svakoj privredi sredstva su ograničena, a uvek postoji veći broj projekata koji konkurišu za određenu sumu novca pa je cena kapitala koja se formira na tržištu

kapitala vrlo značajan parametar koji opredeljuje selekciju i izbor projekata,

4. **kontrola i monitoring** – tržište kapitala obezbeđuje da se sredstva koriste na najefikasniji i najefektivniji način,
5. **poštovanje ugovorenih obaveza** – mehanizam tržišta kapitala je vrlo rigorozan u pogledu preuzetih obaveza za sve učesnike, ono prisiljava sve emitente hartija od vrednosti da izvršavaju svoje ugovorne obaveze,
6. **transfer, deljenje, udruživanje i diversifikacija rizika** – udruživanjem većeg broja učesnika i objedinjavanjem više projekata može se postići smanjenje rizika, kao i diversifikacijom plasmana u više različitih oblika finansijskih instrumenata,
7. **stvaranje klime u kojoj se štiti vlasništvo i interesi vlasnika kapitala**, na taj način tržište kapitala može posredno doprinositi povećanju konkurencije i smanjenju monopola, naročito državnih,

2.3. Međunarodno devizno tržište

Devizno tržište predstavlja deo finansijskog tržišta na kome se kupuju i prodaju strana sredstva plaćanja, usklađuje ponuda i tražnja, utvrđuje devizni kurs u okviru intervencionističkih tačaka i upravlja deviznim nacionalnim rezervama. Takođe devizno tržište možemo definisati kao segment finansijskog tržišta na kome dolazi do susretanja ponude i tražnje za devizama. Devize predstavljaju sva potraživanja izražena u inostranim novčanim sredstvima plaćanja odnosno valutama. Na deviznom tržištu se obavljaju poslovi kupoprodaje domaće valute za devize, kupoprodaja jedne vrste deviza za drugu, trgovanja kratkoročnim deviznim hartijama od vrednosti, poslovi zaštite od deviznog rizika i niz drugih poslova. Značajnu ulogu u radu ovog tržišta ima centralna banka, koja svojim učešćem može sprovoditi deviznu politiku, održavati stabilnost deviznog kursa i ostvarivati druge ciljeve ekonomske i kreditno monetarne politike. Ona istupa radi:

1. očuvanja nivoa kursa nacionalne valute
2. povećanja ponude deviza ukoliko je tražnja veća (tada istupa kao prodavac)
3. otkup viška ponude (tada se pojavljuje kao kupac) u cilju uvećanja stalnih deviznih rezervi.

Organizacija deviznog tržišta može biti vrlo različita. Najčešće, ona su sastvni delovi tržišta novca, to jest nalaze se u okviru institucije koja ga oličava. U tom smislu možemo govoriti o takozvanom međubankarskom deviznom tržištu. Pored toga, mogu se formirati i kao

samostalne institucije. Tada se nazivaju devizne berze. U oba slučaja reč je o organizovanim mestima gde dolazi do organizovanog susretanja kupaca i prodavca, to jest ponude i tražnje deviza. Takođe, u slučaju takve organizacije tačno su definisana pravila poslovanja, vreme, učesnici, način plaćanja i isporuke i ostala važna pitanja.

Devizno tržište ima veliki značaj u finansijskom sistemu jedne zemlje. Ono predstavlja vezu nacionalne privrede sa međunarodnim okruženjem. Osnovna svrha postojanja ovog segmenta finansijskog tržišta je između ostalog da omogući nesmetano obavljanje međunarodnog platnog prometa i održavanje međunarodne likvidnosti zemlje. Na ovim tržištima, preko cene domaće valute - deviznog kursa najbolje je moguće sagledati efikasnost jedne nacionalne ekonomije. Devizno tržište ima više specifičnosti od drugih segmenata finansijskog tržišta i koje mu daju poseban značaj.

Segmenti deviznog tržišta:

- devizno kreditno – zajmovno i depozitno tržište, gde se susreću ponuda i potražnja za deviznim kreditima, zajmovima i deviznim depozitima
- valutno tržište – na kome se susreću ponuda i potražnja za efektivom-valutom , odnosno važećim novčanicama stranih centralnih banaka
- devizno tržište – na kome se susreću ponuda i potražnja za devizama, odnosno potražnja jedne nacionalne ekonomije od druge iskazane u stranim sredstvima plaćanja, a koja se nalzi na računima stranih subjekata u inostranstvu,
- primarno i sekundarno tržište deviznih hartija od vrednosti – na kome se emituju i sekundarno prodaju emitovane hartije od vrednosti koje glase na strana sredstva plaćanja.

2.3.1. Aktivosti na internacionalnom deviznom tržištu

Brojni su i raznovrsni poslovi na deviznom tržištu, s obzirom na motive i razloge pristupa ovom tržištu od strane njegovih učesnika, banaka, korporacija, izvoznika, uvoznika i dr. Polazeći od ovih kriterijuma , sve poslove na deviznom tržištu mogli bismo svrstati u četiri grupe:

1. poslovi arbitraže;

2. poslovi iz domena platnog prometa i kreditnih odnosa sa inostranstvom (konverzija deviznih potraživanja i uzimanje / davanje deviznih depozita);
3. poslovi centralne banke;
4. poslovi špekulisanja i zaštite od kursnog rizika.

U principu, kurs kotiran za određenu valutu trebalo bi da bude isti na bilo kom deviznom tržištu na kome se trguje tom valutom. Međutim, moguće su trenutne razlike na određenim tržištima. Ove razlike nude priliku da se ostvari zarada kupovinom valute na tržištu na kome se ona prodaje po nižoj ceni i prodajom te iste valute na tržištu na kome se ona kupuje po višoj ceni. Ovakve transakcije nazivaju se **arbitražom**, a institucije, odnosno subjekti koji ih izvode **arbitražerima**.

Druga vrsta poslova koju smo svrstali u grupu poslova iz domena platnog prometa i kreditnih odnosa sa inostranstvom, su poslovi vezani za naplate i plaćanja po osnovu izvezeno / uvezene robe i usluga pravnih i fizičkih lica rezidenata i nerezidenata, odobrenih (uzetih) depozita i zajmova, kao i po osnovu kretanja kratkoročnog kapitala u svim njegovim formama ulaganja.

Prema tome, predmet rada internacionalnog tržišta novca je:

- ponuda - davanje deviznih depozita i prodaja deviznih potraživanja, i
- tražnja - uzimanje deviznih depozita i kupovina deviznih potraživanja.

Treća grupa poslova vezana je za centralnu banku (i za velike poslovne banke, ako ih ovlasti centralna banka) i odnose se na:

- usklađivanje ponude i tražnje deviza u slučaju većih ili dugotrajnih poremećaja;
- implicitno regulisanje deviznih kurseva putem intervencija na deviznom tržištu;
- praćenje i regulisanje strukture deviznih rezervi;

- obavljanje specifičnih poslova za račun države.

U trenucima kada na deviznom tržištu dođe do nestašice deviza, sa tendencijom da se to odrazi na neželjeno kretanje deviznog kursa, centralna banka može, u funkciji očuvanja i podrške datom kursu (i obezbeđenja opšte likvidnosti i plaćanja prema inostranstvu), da nadoknadi ovu nestašicu svojom ponudom iz deviznih rezervi. Slično je kada se na tržištu pojavi višak ponude deviznih sredstava, tada centralna banka može da otkupi ovaj višak ponude i poveća nivo svojih deviznih rezervi. Kako svim devizama na deviznom tržištu kontrapart čini domaća valuta, to je uočljiva odgovornost centralne banke prema politici i vrednosti domaće valute. Očuvanje vrednosti nacionalne valute je primarni cilj, međutim, centralna banka, s obzirom da raspolaže deviznim rezervama zemlje, dužna je da upravlja njima, drugim rečima, da ih plasira na internacionalnom tržištu novca po što povoljnijim uslovima.

Poslednju grupu poslova čine poslovi špekulacije i zaštite od kursnog rizika (*engl.covering and hedging*) koji su u neposrednoj uzročno - posledičnoj vezi sa prethodno pomenute tri grupe poslova.

Celokupno trgovanje devizama je polarizovano na one imaoce deviza koji preuzimaju rizik promene deviznog kursa – **špekulantu** i na one imaoce deviza koji žele da se zaštite od tog rizika – **hedžeri**. U ovom smislu hedžeri prenose sav rizika vezan za devizne transakcije na špekulante. Hedžing poslom (*engl. hedging business*) se kupac ili prodavac osiguravaju od relativnog pada ili porasta cena. Vršilac hedžing posla se pojavljuje u ulozi kupca i u ulozi prodavca u terminskom berzanskom poslu. Ako u prvom poslu izgubi, na drugome će zaraditi. Mogućnost ostvarenja hedžiranja je uslovljena sa dva faktora. Prvo, ona se zasniva na tesnoj vezi između tržišta realne robe i terminskog tržišta. Razvijeno, aktivno tržište realne robe je neophodna pretpostavka za terminske poslove. Povezanost realnog i terminskog tržišta se ogleda u tome što se njihove cene, menjaju u istom pravcu, pri čemu je korelacija među njima utoliko veća, što je bliži rok isteka terminskog ugovora. Drugo, postojanje terminske trgovine i sprovođenje hedžinga je nemoguće bez berzanske špekulacije. Špekulanti obezbeđuju tržište neophodnom likvidnošću i obezbeđuju mu elastičnost. Špekulacija na deviznom tržištu nastaje kad priliv

(odliv) u određenoj stranoj valuti, na određeni dan, nema za protivstav odliv (priliv) u istoj valuti, na isti dan. U finansijskom svetu reč „špekulacija“ obično se upotrebljava u negativnom smislu. Medjutim, to nije ništa drugo do promišljen, izveden zaključak o budućem razvoju događaja na deviznom tržištu iz kog špekulant, prognozirajući pozitivne efekte, nastoji da profitira.

2.3.2.Značaj i specifičnosti internacionalnog deviznog tržišta

Devizno tržište ima veliki značaj u finansijskom sistemu jedne zemlje. Posredstvom deviznog tržišta uspostavlja se veza između pojedinih nacionalnih finansijskih tržišta. Da bi se sredstva sa jednog finansijskog tržišta mogla pojaviti na nekom drugom tržištu, neophodno je da se ta sredstva transformišu u neku drugu valutu, što se čini na deviznom tržištu. Osnovna svrha postojanja ovog segmenta finansijskog tržišta je, između ostalog, da omogući nesmetano odvijanje međunarodnog platnog prometa i održanje međunarodne likvidnosti zemlje. Na ovom tržištu preko cene domaće valute - deviznog kursa najbolje se vidi efikasnost jedne nacionalne ekonomije. Devizno tržište ime više specifičnosti koje ga razlikuju od drugih segmenata finansijskog tržišta i koje mu daju poseban značaj.

Finansijski instrument koji je predmet trgovine - devize su same po sebi specifične. Naime, reč je o novcu koji predstavlja zakonsko sredstvo plaćanja u nekoj zemlji. Na poslovanje ovog tržišta utiče veliki broj makroekonomskih faktora, kao što su mere makroekonomske politike, posebno kreditno - monetarna politika; devizna politika; stanje platnog bilansa; nivo privredne aktivnosti itd.

Ovo tržište je veoma osetljivo na političke uticaje i poremećaje.

Takođe, pod velikim je uticajem spoljno trgovinske politike. Na primer, mere ograničenja uvoza ili podizanja ili smanjivanja carina mogu imati ogroman uticaj na povećanje ili smanjenje ponude i tražnje za devizama.

Usled velike osetljivosti poslova na ovom segmentu finansijskog tržišta, definišu se rigorozna pravila poslovanja, vrlo često usklađena između različitih zemalja, kako bi se što više olakšalo poslovanje.

Devizno tržište predstavlja vezu između finansijskih tržišta različitih zemalja. Njegova organizovanost i efikasnost su često ogledalo funkcionisanja zakonitosti u jednoj zemlji.

Zbog svojih specifičnosti, kako u pogledu funkcionisanja tako i u pogledu tržišnih transakcija na njemu, internacionalno devizno tržište se posmatra kao poseban segment internacionalnog tržišta novca. Te specifičnosti su mnogobrojne, od kojih kao najvažnije treba spomenuti:

- Na internacionalnom tržištu novca trgovina, odnosno kupovina i prodaja novca, obavlja se u stranim sredstvima plaćanja, koja s aspekta nacionalne ekonomije imaju devizno značenje.
- Učesnici na internacionalnom tržištu novca su, u principu, samo poslovne banke zemalja.
- Instrumenti i mere za regulisanje internacionalnog tržišta novca su manje efikasni s obzirom na postojanje različitih nacionalnih interesa.

Iz svih tih razloga u platnom bilansu zemlje mogu nastati suficit ili deficit, što u tržišnim privredama predstavlja osnovnu opasnost i zahtev za promenu pariteta nacionalne valute. Promena pariteta nacionalne valute neminovno ima za posledicu revalvaciju ili devalvaciju nacionalne valute a time i postojanje nestabilnog kursa što je u direktnoj suprotnosti sa dobrom i odgovornom politikom monetarne vlasti u zemlji.

S obzirom na spomenuto, mesto, uloga i značaj internacionalnog tržišta sastoji se u tome da, nakon otkrića nastalih problema i monetarnih poteškoća na internacionalnom planu, svojim dejstvom, funkcionisanjem i instrumentima dovede u sklad odnos ponude i tražnje internacionalnog novca i na taj način eliminiše dalje dejstvo negativnih pojava. Intervencijama na internacionalnom tržištu utiče se i na kamatnu arbitražu, eliminaciju špekulacije sa nacionalnom novčanom jedinicom i zaštitu od valutnog rizika.

2.3.3. Organizaciona forma i učesnici na deviznom tržištu

Organizacija deviznog tržišta može biti vrlo različita. To utiče i na različita shvatanja pojma deviznog tržišta. Najčešće, ona su sastavni delovi tržišta novca. U tom smislu možemo govoriti o, takozvanom, međubankarskom deviznom tržištu. Pored toga, mogu se formirati i kao samostalne institucije - *devizne berze* (engl. *foreign currency exchange*). U oba slučaja reč je o organizovanim mestima gde dolazi do organizovanog susretanja kupaca i prodavaca, tj. ponude i tražnje deviza. Takođe, u slučaju takve organizacije tačno su definisana pravila poslovanja, vreme, učesnici, način plaćanja, isporuke i ostala važna pitanja. Na deviznim berzama se sastanci održavaju dnevno i objavljuju se minimalni i maksimalni kursevi za 14 valuta najznačajnijih za održavanje međunarodne likvidnosti. Kod deviznih berzi ponuda i tražnja nije prostorno skoncentrisana. Glavni kupci i prodavci su velike banke. Zaključuju se i špekulativni promptni poslovi koji se zasnivaju na razlici dnevnih kurseva različitih berzi.

Institucionalizovano devizno tržište obuhvata sve devizne transakcije koje se obavljaju na osnovu međubankarskih sporazuma ili između poslovne banke i centralne banke, izvan aktivnosti organizovanog tržišta (berze).

Međutim, mogu postojati i neinstitucionalizovana devizna tržišta, tzv. „crna tržišta“ ili „crne berze deviza“, gde se neposredno obavljaju poslovi kupovine - prodaje deviza između svih učesnika privrednog i društvenog života. Takva tržišta mogu postojati svuda - na ulici, na pijacima, u radnjama, u transakcijama između privrednih subjekata itd. Kao što se može primetiti, pojam deviznog tržišta nije identičan pojmu devizne berze. Devizno tržište je širi pojam, pošto u sebe uključuje i „crno devizno tržište“.

Za razliku od tržišta novca, internacionalno tržište novca u svim tržišnim privredama funkcioniše kao mešoviti organizacioni oblik, što znači da je u organizaciono- funkcionalnom smislu *kombinacija institucionalizovanog i neinstitucionalizovanog organizacionog oblika*. To znači da ovom tržištu pripadaju sve tržišne transakcije u vezi sa stranim sredstvima plaćanja bez obzira da li su obavljene na

slobodnom- neinstitucionalizovanom tržištu ili na institucionalizovanom, koje se u svim zemljama naziva devizna berza.

Organizaciona forma internacionalnog tržišta novca je, znači, uvek mešavina institucionalizovanog i neinstitucionalizovanog karaktera. Na taj način su iskorišćene sve pozitivnosti, a eliminisane sve negativnosti jednog i drugog organizacionog oblika.

Sa aspekta prava učestvovanja, učesnici na internacionalnom deviznom tržištu su svi vlasnici deviznih sredstava u jednoj nacionalnoj ekonomiji. Međutim, sa aspekta realizacije i ostvarivanja prava iz osnova deviznih potraživanja učesnicima na internacionalnom tržištu novca smatraju se samo oni privredni subjekti koji ta devizna potraživanja, kao svoju imovinu, u legalnoj formi drže na svojim računima koje imaju van granica svoje nacionalne ekonomije. Polazeći od različite pravne regulative u pojedinim zemljama, učesnici na internacionalnom tržištu novca su samo one poslovne banke ili druge finansijske institucije koje su od strane centralne banke za to posebno ovlašćene. Pri tom se ovlašćenje centralne banke ne odnosi na njihovo pravo učešća na internacionalnom tržištu novca, već na pravo posedovanja svog konta u inostranstvu i pravo obavljanja deviznih transakcija sa jednim delom nacionalne imovine dislocirane u inostranstvu. To praktično znači da su finansijski odnosi između dve ili više zemalja koji se ostvaruju između finansijskih institucija tih zemalja osnov funkcionisanja i obavljanja tržišnih operacija na internacionalnom novčanom tržištu.

Ukupnost tih odnosa između banaka i finansijskih institucija čini korespondentsku i kontokorentnu politiku koja predstavlja skup instrumenata i mera bez kojih je i praktično i teoretski nezamislivo postojanje i funkcionisanje internacionalnog deviznog tržišta.

Sve učesnike na internacionalnom tržištu novca svrstavamo u kategoriju neposrednih i posrednih učesnika.

Neposredni učesnici su:

- poslovne banke i druge finansijske organizacije koje su za to posebno ovašćene od strane centralne banke (ovlašćene banke);

- centralna banka u funkciji interventa i kontrolora.

Ovlašćene banke su:

- (1) banka koja ima ovlašćenje da vrši platni promet sa inostranstvom i,
- (2) banka koja ima ovlašćenje da vrši platni promet i kreditne poslove sa inostranstvom kao i,
- (3) banka koja ima ovlašćenje da obavlja devizno valutne poslove u zemlji.

Poslovne banke kao neposredni učesnici mogu biti samo one banke koje svoja devizna sredstva drže na svojim kontima u inostranstvu. Pri tom, ta devizna potraživanja moraju biti u funkciji bankarskih operacija na internacionalnom tržištu novca. To znači da ona ne smeju biti pod bilo kakvom blokadom ili na bilo koji drugi način nepodobna za tržišne transakcije. Ovo pre svega zbog toga što su predmet poslovanja internacionalnog deviznog tržišta samo slobodna i transferibilna devizna sredstva na računima poslovnih banaka u inostranstvu.

Centralna banka kao monetarna vlast u zemlji kao neposredni učesnik na internacionalnom deviznom tržištu ima specifičnu funkciju i ulogu. Ta specifičnost se ogleda u obavezi i odgovornosti centralne banke svake zemlje na polju:

- obezbeđenja optimalne likvidnosti nacionalne ekonomije u međunarodnim plaćanjima,
- održavanje stabilnog i optimalnog kursa nacionalne valute,
- formiranje i održavanje deviznih rezervi zemlje u optimalnoj strukturi i obimu i
- na polju regulisanja i kontrole rada banaka u poslovanju sa inostranstvom (kontokorentni, kreditni i drugi devizni poslovi kao i poslovi platnog prometa sa inostranstvom).

U ostvarivanju ovih osnovnih funkcija u odnosu prema inostranstvu centralna banka se služi nizom instrumenata kojima reguliše i propisuje:

- pravila ponašanja poslovnih banaka na internacionalnom tržištu novca i
- način funkcionisanja i pravila i uslove rada devizne berze.

Centralna banka svake zemlje se javlja kao direktan regulator i kontrolor na deviznoj berzi na kojoj svojim autoritetom i deviznim rezervama u potpunosti ostvaruje optimalnu deviznu likvidnost i stabilan kurs nacionalne valute.

S druge strane, u okviru instrumenata devizne politike i platnog bilansa, centralna banka reguliše uslove i način držanja deviznih sredstava i kapitala na računima u inostranstvu i u tom cilju kontroliše i daje ovlašćenja poslovnim bankama za devizno poslovanje sa sredstvima na tim računima.

Posredni učesnici su svi ostali vlasnici deviznih sredstava koji za svoje potrebe u vezi deviznih transakcija na deviznom tržištu koriste isključivo neposredne učesnike.

Svi učesnici na deviznom tržištu i na finansijskom tržištu, uopšte, moraju se pridržavati etičkih principa kojima se ostvaruje dominacija finansijskog morala, poslovnog interesa, poštenja, korektnosti i lepog ponašanja finansijskih trgovaca, što istovremeno znači i eliminaciju kriminalizacije finansijskog poslovanja.

2.3.4. Oblici trgovine na internacionalnom deviznom tržištu

Devizno tržište danas je standardizovano tržište. Procedure trgovine, način izvršenja, rokovi izvršenja, načini plaćanja itd., utvrđeni su ne samo izričitim pravilima nego i praksom učesnika. Pravila koja se smatraju opšteusvojenim ponašanjem, često bez pisane formalizacije, obavezujuća su za učesnike, iako su oni iz različitih zemalja.

Po rokovima izvršenja transakcija, na deviznom tržištu postoje dva osnovna oblika trgovine

- tekuće (promptne) i
- terminske transakcije.

Tekuća (promptna) transakcija označava kupoprodaju deviza po kursu utvrđenom na dan kupoprodaje, a sa izvršenjem transakcije (*engl. Delivery ili Settlement*) najkasnije u roku od dva dana (*engl. Value Date*), putem transfera sa jednog računa na drugi.

Kada je kurs utvrđen dogovorom dva učesnika na decentralizovanom tržištu ili na deviznoj berzi, učesnici u trgovini razmenjuju potvrde o zaključenoj transakciji i daju instrukcije za transfer sa jednog računa na drugi u inostranstvu, odnosno za transfer domaće valute u zemlji radi plaćanja deviza. Dva dana je uobičajen rok za izvršenje transfera, imajući u vidu okolnost da je najmanje jedan od računa učesnika u inostranstvu.

Terminska transakcija je kupoprodaja deviza po utvrđenom kursu na dan zaključivanja transakcija a sa isporukom na određeni dan u budućnosti (obično na 1, 3, 6 ili 12 meseci). Obavljajući terminsku transakciju banka može za svoj račun ili za račun klijenta, zaštititi vrednost očekivanog novčanog toka izraženog u stranoj valuti od fluktuacija deviznog kursa. Motivi banke odnosno klijenta mogu biti sadržani bilo u očuvanju profitabilnosti transakcija bilo u zaštiti od političkih i drugih rizika koji su uključeni u međunarodne transakcije. Recimo, uvoznik koji očekuje isporuku inostrane robe za tri meseca, a koji, uobičajeno, plaća u valuti izvoznika, može očekivati da u tom periodu valuta izvoznika apresira (poraste), što će značiti više cene uvezene robe izražene u domaćoj valuti i mogući gubitak za uvoznika. Da bi se zaštitio od rizika promene deviznog kursa, uvoznik može:

- kupiti valutu zemlje izvoznika po tekućem kursu i istu investirati na tri meseca u zemlji izvoznika, a iz ostvarene sume platiti uvoz, ili,
- kupiti valutu zemlje izvoznika na dan zaključenja ugovora po terminskom kursu a sa izvršenjem na dan plaćanja uvoza. Ovaj drugi tip transakcije je terminska transakcija.

Uobičajeno je da su glavni akteri u terminskim operacijama ovlašćene banke koje najviše utiču na nivo terminskog kursa. Centralna banka, po pravilu, ne interveniše na terminskom tržištu.

Terminski kurs može biti utvrđen neposredno (*engl. Outright*). Terminski kurs može biti jednak tekućem ali je takvo poklapanje retko zato što terminski kurs ne izražava procenu ili očekivanje kakav će kurs biti u budućnosti, nego izražava razliku u kamatnim stopama koje važe za te valute na domaćem tržištu na dan kada je transakcija ugovorena. Efekat viših kamatnih stopa u jednoj zemlji biće neutralisan nižom terminskom vrednošću njene valute kako bi se ostvario jednak prinos na uložena sredstva - paritet kamatnih stopa. Terminski kurs upravo služi toj neutralizaciji.

2.3.5. Odnos deviznog tržišta sa tržištima novca i kapitala

U industrijski razvijenim zemljama u kojima je i najrazvijenije finansijsko tržište, postoji velika međuzavisnost i uslovljenost funkcionisanja tržišta novca kao nacionalnog tržišta sa funkcionisanjem deviznog tržišta kao internacionalnog tržišta. Ta zavisnost i uslovljenost je rezultat velikog broja činioca od kojih bi se kao važniji mogli navesti sledeći:

- Zaključivanjem platnih i monetarnih sporazuma vlada i centralnih banaka industrijski najrazvijenije zemlje sveta praktično su se obavezale na uvođenje potpune konvertibilnosti svojih nacionalnih valuta, kao i na održavanje stabilnih kurseva. Na taj način su eliminisane sve barijere vezane za ostvarivnje slobode plaćanja između tih zemalja i špekulacije putem apresijacije i depresijacije pojedinih nacionalnih valuta. S druge strane, sistem plaćanja i naplata između poslovnih banaka ovih zemalja kao i sistem arbitraže i konverzije u tehničko tehnološkom smislu doveden je do savršenstva i potpune elektronike što sve eliminise ranije prisutne teškoće u poslovanju sa stranim sredstvima plaćanja.

- Druga uslovljenost i zavisnost ova dva tržišta vezana je za obim transakcija, u tom smislu što njihovo svako povećanje na deviznom tržištu direktno dovodi do smanjenja obima trgovine na tržištu novca kao nacionalnom tržištu. Ova činjenica je važna kod utvrđivanja prognoze vezane za buduća kretanja ponude, tražnje i cena novca na nacionalnom tržištu novca. Na taj način devizno tržište predstavlja neku vrstu regulatora i ograničavajućeg faktora u funkcionisanju tržišta novca.

- Uslovljenost i zavisnost tržišta novca od deviznog tržišta ogleda se u odnosu aktivnosti i odgovornosti centralne banke kao monetarne vlasti prema funkcionisanju svakog od ovih tržišta. Pri tom se može reći da je njena uloga izraženija i važnija naspram deviznog tržišta što naročito dolazi do izražaja u kriznim i nestabilnim situacijama na internacionalnom planu.

Kakav će uticaj deviznog tržišta biti na tržište novca i vrednost nacionalne valute zavisi od karaktera monetarne politike centralne banke. Kad centralna banka vodi restriktivnu monetarnu politiku i time uslovljava rast kamatnih stopa na novčanom tržištu, dolazi do priliva kratkoročnog kapitala u zemlju i povećanje količine novca što uslovljava smanjenje kursa nacionalne valute. Da bi sprečila eventualno negativne posledice koje nastaju na deviznom tržištu centralna banka preduzima odgovarajuće mere, pre svega vrši promene u karakteru monetarne politike.

Ove promene koje nastaju na novčanom tržištu usled priliva deviza prenose se i na tržište kapitala.

Usled povezanosti novčanog i deviznog tržišta postoji tesna veza između kamatne stope i deviznog kursa. Naime, međunarodno kretanje kapitala može da bude motivisano razlikama između kamatnih stopa. Stoga kretanje kapitala može značajno da utiče na kretanje kurseva na tržištu deviza. Priliv inostranog kapitala koji je privučen višim kamatnim stopama, iako ima negativne posledice u smislu smanjenja vrednosti domaće valute koje se odražava na poskupljenje uvoza, ipak može usloviti pozitivne promene u smislu povoljnijih uslova za investiciona ulaganja.

Ukoliko se na tržištu novca i kapitala javi inostrana komponenta ponude i potražnje, tada je devizno tržište spona između tržišta novca i tržišta kapitala u različitim zemljama. U tom slučaju, određeni deo operacija u prilivu i odlivu kapitala mora da sadrži i neku deviznu transakciju. Da bi mogle da funkcionišu na domaćem tržištu, inostrane valute moraju da pretrpe kvalitativne promene, da se transformišu u domaću valutu i to na deviznom tržištu. Identičan je slučaj sa transferima kapitala.

2.4. Pojam i formiranje deviznog kursa

Devizni kurs je cena domaćeg novca, izražena u stranom novcu, ili cena stranog novca-izražena u domaćem novcu. Novac, koji je predmet kupovine i čija se cena izražava u jedinicama stranog novca, postaje roba sui generis. Valutni kurs pokazuje koliko se broj novčanih jedinica jedne zemlje zemenjuje za određeni broj novčanih jedinica druge zemlje. Danas se obično radi o kupovini i prodaji deviza a izuzetno valuta. Ta cena, videli smo, zavisi od vrednosti domaćeg novca, vrednosti inostranog novca i njihove međusobne relacije. To znači da devizni kurs zavisi od formiranja ponude i tražnje deviza na deviznom tržištu iz čega sledi-da se devizni kursevi ne moraju poklapati s njihovim monetarnim paritetom.U doba zlatnog standarda, vrednost domaćeg novca (vezana za zlato) bila je u osnovi determinanta deviznog kursa. U vreme zlatnog standarda, utvrđivanje i promene deviznog kursa bitno se razlikovalo od njegovog formiranja danas. Intervalutarna vrednost novca objektivno je bila određena količinom zlata, koju je sadržavala, odnosno predstavljana svaka nacionalna novčana jedinica. Odnos vrednosti dveju valuta bio je određen odnosom količine zlata, odnosno odnosom kovične stope. To je poznati intervalutarni zlatni paritet. Ako je, na primer kovnička stopa valute A bila 100, a valute B 200 (npr. iz jednog kilograma zlata moglo se skovati 100 jedinica valute A i 200 jedinica valute B), kada stavimo u odnos te dve stope-dobićemo kvantitativni izraz koji pokazuje zlatni paritet te dve valute. To znači da će dve jedinice valute B isto toliko vredeti kao jedna jedinica valute A, s obzirom da sadrže istu količinu zlata.Međusobni odnosi kovničkih stopa bio je osnovni element u utvrđivanju intervalutarne vrednosti novca, odnosno u utvrđivanju deviznog kursa.

U vreme papirnog novca kada se umesto zlatnog novca u prometu pojavio novac bez svoje unutrašnje materijalne vrednosti (a u međunaronom plaćanju kreditni novac),problem konverzije valute i određivanje deviznog kursa postoji daleko složenije i odgovornije pitanje. O nekom automatizmu ne može biti ni govora. Teorijki ne postoje granice do kojih devizni kurs može da raste, odnosno pada, s obzirom na to da on sada u osnovi zavisi od ponude i tražnje deviza. Odnosi ponude i tražnje određuju i ponašanje deviznog kursa. U slučaju veće ponude stranog novca, devizni kurs pada. Pad deviznog kursa povalači za sobom veći uvoz, a to vodi većoj tražnji deviza, te devizni kurs počinje rasti i obrnuto kada kurs strane valute raste pada tražnja jer dolazi do pada uzvoza. To znači da i ponašanje ponude i tražnje zavise od promene deviznog kursa. Devizni kurs dobija ulogu kao i cena svake robe, da izravna ponudu i tražnju deviza na tržištu.

Istina, ponuda i tražnja deviza mogu autonomno da se ponašaju, bez obzira na promene kursa. U slučaju dospeća obaveze prema inostranstvu, javlja se potreba za deviznim sredstvima-raste tražnja deviza. Veća tražnja nije posledica pada deviznog kursa, već naprotiv ona dovodi do rasta deviznog kursa.

Devizni kursevi papirnih valuta podvrgnuti su najvećim fluktuacijama, budići da ne postoji nikakav automatizam koji bi održavao devizne kurseve oko njihovog zlatnog pariteta, za koji je ova valuta bila donedavno (1976) još samo formalno vezana. Istina, postojao je sve do 1976 godine mali broj zemalja koje nisu odredile paritet svoje valute u zlatu, ali je to danas izričito zabranjeno. Neke zemlje dugi period, iz određenih razloga, nisu menjale svoj zlatni paritet, mada je on značajno odstupio od zvaničnog deviznog kursa i to pod delovanjem brojnih unutrašnjih i spoljnih faktora u ekonomskom razvoju.

Sve ovo što smo do sada naveli pretpostavlja formiranje deviznih kurseva na slobodnom deviznom tržištu, zatim postojanje službenog kursa valuta i prisustvo danas sve razvijenijih oblika deviznih i trgovinskih ograničenja. Međutim, danas postoje manipulisani devizni kursevi, kao što postoji i manipulirani domaći novac, pa devizni kurs postaje isključivo sredstvo određenih ciljeva ekonomske politike, u okolnostima postojanja brojnih deviznih i trgovinskih ograničenja, monopola, interesnih sfera i dr. Od napuštanja, odnosno sloma, zlatnog važenja, prirodu formiranja i funkcija deviznog kursa potpuno se razlikuje od njegove prirode u zlatnom standardu. Stoga je neophodno da problem deviznog kursa podelimo na dve etape:

1. Formiranje i priroda deviznog kursa u doba zlatnog standarda, i
2. Formiranje i priroda deviznog kursa posle ukidanja zlatnog standarda.

Teorija platnog bilansa deviznog kursa

Sistem formiranja deviznih kurseva i problem promena intervalutarne vrednosti novca oduvek su bile predmet posebnog interesa ekonomista. U tom pogledu ne postoje jedinstvena gledišta. U glavnom su se deferencirale dve teorije:

1. Teorija platnog bilansa i
2. Teorija inflacije ili pariteta kupovnih snaga.

Teorija platnog bilansa foramiran ja i promene deviznog kursa objašnjava se isključivo pozitivnim ili negativnim stanjem platnog bilansa. Prema platnobilansnoj teoriji deviznih kurseva, devizni kurs zavisi od stanja tekućeg platnog bilansa. Ukoliko nacionalna privreda ima suficit (pozativan platni bilans) onda to znači da izvoz veći od uvoza, odnosno da je devizni priliv veći od deviznog odliva. Zahvaljujući tome ponuda deviza nadmašuje potražnju i nacionalna valuta pokazuje tendenciju jačanja, tendenciju ka apresijaciji, ukoliko se radi o deficitu platnog bilansa, onda je devizni odliv veći od deviznog priliva i dolazi do depresijacije vrednosti nacionalne valute i relativnog porasta deviznog kursa strane valute. U skladu sa platnobilansnom teorijom deviznog kursa razvio se i pojam kursa ravnoteže. Kurs ravnoteže bi predstavljao takav nivo deviznog kursa koji održava platni bilans u ravnoteži na srednji rok uz stabilne ekonomske uslove u zemlji. Pod stabilnim ekonomskim uslovima u zemlji podrazumevao takvu privredu situaciju koju karakteriše odsustvo nezaposlenosti i inflacije. Kurs ravnoteže odražava nivo monetarnih rezervi nacionalne privrede na duži rok neizmenjenim, mada se mogu tolerisati kratoročne, mesečne oscilacije u nivou monetarnih rezervi. Dakle, bitna karakteristika ravnoteženog deviznog kursa je da od odražava internu i eksternu ravnotežu nacionalne ekonomije bez primene uvoznih restrikcija ili devizne kontrole.

Budući da realan devizni kurs, odnosno kurs ravnoteže odražava ravnoteženo stanje platnog bilansa, to onda pretpostavlja da ravnotežni kurs podrazumeva i ravnotežu tekućeg platnog bilansa. U skladu s tim pojavama neravnoteže platnog bilansa upućivala bi na konstataciju da postojeći devizni kurs nije kurs ravnoteže, te da bi neki drugi nivo deviznog kursa bio kurs ravnoteže.

Devizni kurs jedne valute formira se na nivou-na kome se uravnotežava ponuda i tražnja određenih valuta. To drugim rečima znači da devizni kurs zavisi od stranja platnog bilansa određene zemlje. Ako jedna zemlja ima suficit u plaćanjima sa inostranstvom, onda će devizni kurs te valute rasti, odnosno devizni kurs stranog novca će pasti. Suprotno navedenom, ako zemlja ima deficit u plaćanjima s inostranstvom u određenom periodu, devizni kurs te valute će padati, dok će devizni kursevi stranih valuta rasti. Pogoršavanje platnog bilansa, znači vodi smanjenju intervalutne vrednosti te valute, odnosno porastu deviznog kursa ostalih valuta.

Porast deviznog kursa stranih valuta dovodi do porasta cena uvozne robe. Kako ne dolazi i do automatskog porasta cena u zemlji, paralelno s povećanjem deviznog kursa stranih valuta, cene domaćoj

robi relativno opadaju (obračunate u stranoj valuti), što vodi stimulaciji izvoza. S druge strane, opada uvoz, jer cene strane robe, zbog pada kursa domaće valute, adekvatno rastu. Porast izvoza i pad uvoza dovodi, konačno, do uravnoteženja platnog bilansa.

Teorija platnog bilansa odgovarala bi liberalističkoj epohi razvoja kapitalizma, ali ne više i savremenim uslovima vrlo složenih međunarodnih ekonomskih odnosa i razvoja. Ova teorija je stoga neprihvatljiva iz aspekta savremenih međunarodnih ekonomskih i platnih odnosa, jer zanemaruje celi niz drugih faktora, a naročito međusobni uticaj unutrašnje i spoljne vrednosti novca. Istina, mora se priznati suficit, odnosno deficit platnog bilansa, deluje na devizni kurs, međutim to je samo jedan od velikog broja različitih faktora, koji deluju na formiranje deviznog kursa. Osnovna slabost ove teorije određivanja deviznog kursa, preko stanja platnog bilansa, je u preterano pojednostavljenom tumačenju efekata platnog bilansa, odnosno deficita i suficita platnog bilansa na visini cena u zemlji i inostranstvu, koje nastaju uglavnom kao posledica uvoza i izvoza, tj. njihovog delovanja na devizni kurs.

Ako bi se praktično pokušala primeniti ova teorija, onda bi se to delimično uspelo kod razvijenih zemalja, sa relativno stabilnim cenama, uravnoteženom ekonomskom strukturom i platnim bilansom, ali ne i kod zemalja u razvoju. Velike i značajne disproporcije u razvoju potrebe ubrzanog razvoja, sa visokim uvozom i nedovoljne izvozne mogućnosti, čine ih gotovo »neosetljivim« na promene deviznog kursa, a pored toga nisu podređene ni politici ravnoteže u platnom bilansu.

Ponašanje i struktura izvoza i uvoza uglavnom zavise od strukturnih odnosa u privredi zemlje i ekonomskoj politici koja se sprovodi. Kod nedovoljno razvijenih zemalja, koje ulažu napore za osiguranje visoke stope privrednog rasta i koje sprovode odgovarajuću politiku u tom smislu, porast deviznog kursa strane valute (kao rezultat naraslog deficita platnog bilansa), ne vodi uravnoteženju, već deluje na ubrzanje rasta cena i inflacije, a ovo pak svojim delovanjem na rast domaće potrošnje i enormni rast uvoza—što sve vodi ka povećanju deficita do njegovih krajnjih granica.

Tekući platni bilans nije jedina i isključiva determinantna deviznog kursa nacionalne valute. Prema tome, ako stanje u platnom bilansu prihvatimo kao jedan od brojnih faktora, čije se delovanje može odraziti na formiranje i promene deviznog kursa, kao i na kupovnu snagu na domaćem tržištu, mora se podvući da oni znatnije zavise od delovanja ostalih faktora. Pre svega tu se ima u vidu

privredna struktura i metod razvoja zemlje, stepen stabilnosti privrede, produktivnosti rada, organizacija i tehnologija, kao i niz ekonomsko-političkih mera tekuće ekonomske politike. Teorija platnog bilansa uopšte ne uzima u obzir ove bitne faktore ekonomskog razvoja i stabilnosti privrede.

Teorija pariteta kupovnih snaga

Teorija pariteta kupovne snage, ili inflacionistička teorija deviznog kursa, zauzima gledište koji je suprotno prethodnoj teoriji. Ova teorija zasniva se na kvalitativnoj teoriji novca, a koren vuče od D. Rikarda i Henry Thorntona. Polazilo se od pretpostavke da porast količine novca u opticaju, uzrokuje isto toliko njegovo obezvređivanje,ⁱ odnosno adekvatan pad deviznog kursa na deviznom tržištu. U svom početku ova teorija polazi od inflacije kao osnovnog uzroka kursa domaće valute, zbog čega je i nazvana teorijom inflacije deviznog kursa.ⁱⁱ

Sušтина teorije inflacije deviznog kursa je u tome da povećana količina novca u opticaju dovodi do porasta deviznog kursa, odnosno pada intervalutne vrednosti novca zemlje, u kojoj se razvila inflacija. Teorija pariteta kupovne snage posebno je razvio švedski profesor Gustav Cassel.ⁱⁱⁱ Teorija pariteta kupovnih snaga data je u dve varijante:

1. Statičkoj i
2. Dinamičkoj.

Statička varijanta teorije pariteta kupovne snage objašnjava devizni kurs dveju valuta relativnim odnosima kupovnih snaga dveju valuta. Devizni kurs rezultat je, dakle, odnosa kupovnih snaga dveju valuta ili odnosa cena na domaćem i međunarodnom tržištu. Da se dobio devizni kurs neke valute, jednostavno se upoređuju cene tih zamalja, i to opšti nivo cena:

$$D_k = \frac{CA}{CB}$$

D_k u ovom je slučaju odnos koji pokazuje koliko je potrebno dati novčanih jedinica zemlje A za jednu novčanu jedinicu B.

Ako je odnos cena

A

100 —,

50B devizni kurs je formiran u odnosu na $1B=2A$, a to znači da je kupovna snaga novca zemlje B dvostruko veća od kupovne snage novca zemlje A. Ako dođe do inflacije i pomeranja cena u ovim zemljama, novi devizni kurs će se izračunavati na bazi jednostavne Casselove formule:

CA

DK1 = DK0 —

CB

Stari kurs (DK0) množi se odnosom stepena inflacije (indeksima cena) u dve posmatrane zemlje. Ako je indeks cena zemlje A povećan na 200, a kod zemlje B na 300 novi devizni kurs zemlje B iznosiće:

200

DK1 = 2 · — a to iznosi 1.3

300

Sada se daje 0,7 manje jedinica zemlje A a za jedinicu zemlje B, s obzirom da je stepen inflacije u zemlji B bio daleko veći.

Statička varijanta teorije pariteta kupovnih snaga deluje dosta ubedljivo i privlačno, jer je logički dosta povezana. Međutim, kasnije teorijska razmatranja u vezi sa teorijom kupovnih snaga pokazala su dosta slabosti ove teorije. Tako se shvatilo, pre svega, da postoji više faktora koji deluju na formiranje deviznog kursa, među kojima je promena cena samo jedan od njih. Postojanje i delovanje više drugih faktora dovodi do odstupanja pariteta kupovanih snaga od deviznog kursa, odnosno do dinamičke varijante ove teorije.

Dinamička varijanta teorije pariteta kupovnih snaga, svesna slabosti statičkog pristupa, nastoji otkloniti ove nedostatke. Mada svi predstavnici dinamičke varijante nastoje u osnovi zadržati teoriju pariteta kupovnih snaga, napor se uglavnom svode na bolju formulaciju i otklanjanje uočenih slabosti statičke varijante.

Ako pođemo od pretpostavke da se devizni kurs između funte i dolara formirao na nivou 2,80 dolara za funtu sterlinga, dinamička varijanta priznaje da ovaj paritet ne može biti rezlutat pariteta kupovnih snaga, znači ne polazi se od pretpostavke da se na američkom tržištu za 2,80 dolara može kupiti robe kao na biritanskom za jednu funtu. Strani paritet kupovne snage može biti različit od utvrđenog deviznog kursa. Ovo je posledica delovanja brojnih faktora, pored delovanja promena cena.

Ako pretpostavimo da se u SAD i Engleskoj dođe do inflacije, pri čemu rast cena u SAD iznosi 200 %, a kod Engleske 400 %, cene u SAD su se udvostručile, a u Engleskoj su 4 puta više. Uz pretpostavku da su svi drugi faktori ostali nepromenjeni promene nivoa cena delovaće na formiranje deviznog kursa.

Paritet kupovne snage pomeren je na štetu engleske funte. Funta tačno vredi polovinu ranije vrednosti, dok dolar ima dvostruko veću vrednost nego što je ranije imao u odnosu prema funti. I teoriji pariteta kupovnih snaga može se uputiti prigovor, kao i kod primitivnih oblika ove teorije (inflacionističke teorije). Teorija pariteta kupovnih snaga dosta je jednostrana i simplifikovano prilazi promeni deviznog kursa, odnosno intervalutarne vrednosti novca u uslovima savremenog papirnog novca, odnosno depozitnog novca.

Kupovna snaga novca prema ovoj teoriji, rezlutat je odnosa i promena opšteg nivoa cena među pojedinim zemljama, što znači da ne uzima u obzir i druge brojne faktore koji imaju neposredno delovanje na formiranje deviznog kursa. Ovde ćemo istaknuti samo neke od važnijih.

U razvijenim privredama s razvijenim tržištem novca i kapitala, valutni kurs je često pod osnovnim delovanjem razlika i promena u kamatnim stopama i različitim privredama, promenama u oporezivanju i olakšicama u korišćenju kapitala, kontroli deviznog priliva ili odliva, promenama i očekivanjima u odnosu na ponašanje deviznog kursa- što sve može da dovede do velikih katroročnih promena deviznog kursa, čak i kada je stopa inflacije umerena.

Očekivane promene deviznog kursa, mada se ne mogu kvantifikovati, uočiti i diferencirati, najuže su vezane za monetarnu i fiskalnu politiku zemlje, situaciju unutar privrednog ciklusa, konkurentnu poziciju privrede na svetskom tržištu, intervencije države na deviznom tržištu, pa i same promene deviznih kurseva.

Ukazujući na faktore koji dovode do odstupanja deviznog kursa od pariteta kupovnih snaga, istovremeno se ukazuje i na elemente koji pokazuju da teorija pariteta kupovnih snaga nije u potpunosti tačna. Faktori i argumenti odnose se uglavnom na statičku varijantu teorije pariteta kupovnih snaga. Međutim, ovi se faktori velikim delom odnose i na dinamičku koncepciju ove teorije. O kojim se faktorim, osim faktora cena, radi:

1. Celokupna robna proizvodnja jedne privrede sastoji se od robe koja je sposobna da postane predmet međunarodne razmene a, sa druge strane, i od robe namenjene isključivo za domaće tržište. Kupovna snaga novca utvrđuje se na bazi cena svih roba, bez obzira da li će robe biti predmet međunarodne razmene ili ne, međutim, na devizni kurs mogu delovati cene samo onih roba i usluga koje dolaze u obzir za međunarodni promet, na primer, visina stanarina utiče na kupovnu snagu novca, ali ne utiče na devizni kurs.

2. Povećanje proizvodnje i nacionalnog dohotka u jednoj zemlji i inostranstvu ne mora biti istoga tempa. Ako nacionalni dohodak u jednoj zemlji raste brže od dohotka u inostranstvu, domaći uvoz iz inostranstva rašće brže od porasta uvoza inostranstva iz date zemlje. I obrnuto.

3. Na kretanje deviznog kursa deluje i povećanja svetske tražnje. Ove strukturne promene deluju u smislu povećanja deviznog kursa onih zemalja koje su se specijalizovale u proizvodnji i izvozu proizvoda za koje postoji tendencija rasta tražnje na svetskom tržištu. I obrnuto, strukturne promene vode smanjenju deviznog kursa onih zemalja koje se koncentrišu na proizvodnju i izvoz onih proizvoda za kojima tražnja na svetskom tržištu raste sporo ili opada.

4. Plaćanje po finansijskom osnovu, takođe, deluju na formiranje deviznog kursa. Radi se, pre svega, o kretanju međunarodnog kapitala i zajmova.

5. Psihološki faktor često igra značajnu ulogu u formiranju deviznog kursa. Ako je poljuljano poverenje u određenu valutu, to deluje kao dopunski faktor daljeg obezvređivanja te valute.

6. Državna intervencija na deviznom planu se ispoljava u obliku indirektna i direktne intervencije. Indirektna postoji onda kada država svojim sredstvima deluje na formiranje ponude i tražnje sredstava na deviznom tržištu, čime deluje i na visinu deviznog kursa. Država može, pored navedenog, preko uvoznih ograničenja da eliminiše jedan deo uvozne tražnje, te time smanjuje domaću tražnju za

stranim novcem, a to deluje na povećanje deviznog kursa domaće valute. Država može i direktnim putem da reguliše visinu deviznog kursa, utvrđujući ga na veštački niskom ili previše visokom nivou, što zavisi od politike razvoja i politike platnog bilansa koju određena zemlja sprovi u određenom periodu.

Iz navedenog proizlazi da devizni kurs nije i ne mora biti usklađen sa paritetom kupovnih snaga pojedinih nacionalnih valuta. Teorija pariteta kupovnih snaga zbog navedenog razloga ostavlja dosta prostora za osporavanje njene naučne osnove. Ova teorija objašnjava samo jednu uzročnu povezanost dve veličine u sistemu formiranja deviznih kurseva, dakle promene cena koje dovode do promene deviznog kursa, što je svakako jedan od značajnijih faktora. Ukoliko bi se želela konstruisati generalna teorija deviznog kursa, onda bi ona bila u obliku modela u kojem bi promene nivoa cena predstavljale samo jednu nezavisnu varjablu koja deluje na formiranje deviznog kursa.

Bez obzira na mogućnost da se stvore složeniji modeli, sa brojnim faktorima u formiranju deviznog kursa, ostaje činjenica da promene u visini nivoa cena ostaju kao osnovni faktor koji deluje na formiranje deviznog kursa. Pronalazeći i uspostavljajući vezu između kretanja unutrašnje i spoljne vrednosti novca, teorija pariteta kupovnih snaga ima trajnu teorijsku vrednost na tom području.

Najveća pomeranja deviznih kurseva do sada (posebno posle ratova ili velikih inflacija) mogu se najbolje objasniti preko teorije pariteta kupovnih snaga. To znači da se promene deviznog kursa objašnjavaju promenama relativnog odnosa cena u pojedinim nacionalnim monetarnim sistemima. Teorija pariteta kupovnih snaga nije u stanju da u dovoljnoj meri objasni manje promene deviznih kurseva, koje nastaju u mirnodopskim i relativno stabilnim uslovima, zbog čega je i nepotpuna i daleko od toga da bude generalna.

Sve promene deviznih kurseva posebno u savremenim uslovima svetske privrede, teorija pariteta kupovnih snaga nije u mogućnosti da objasni samo relativnim promenama nivoa cena u pojedinim zemljama, jer je to bio i ostao samo jedan od faktora u formiranju deviznih kurseva. Brojne promene u strukturi tražnje, strukturi ponude, troškovima proizvodnje, orijentaciji svetske privrede na pojedine zemlje i proizvode, zaštitne mere i brojni drugi faktori ostaju van ove teorije.

Monetarna teorija deviznog kursa

Savremeni model monetarističkog pristupa formiranja deviznog kursa zasniva se na globalnom monetarizmu. Nivo cena u nacionalnoj privredi, visina deviznog kursa, zavisi od odnosa ponuda i tražnje novca, odnosno stanja ravnoteže ili neravnoteže na tržištu novca. Ponudu novca, (monetarnu ponudu) određuje uglavnom centralna banka, već prema osnovnoj orijentaciji monetarne politike (ekspanzivno ili restriktivno usmerena), dok je tražnja novca endogeno određena na tržištu. U uslovima fluktuirajućeg deviznog kursa (koji vodi ravnoteži platnog bilansa), nema uticaja deviznih rezervi na emisiju novca. Devizni kurs uglavnom određuje visina pasive centralne banke (u sklopu monetarne baze).

Monetarna tražnja je rezultat dohotka, kamatne stope i cena

$$M_d = f(Y, P)$$

Tražnja novca raste paralelno sa rastom realnog dohotka (proizvodnje). Porastom realnog dohotka dolazi do porasta transakcione tražnje novca. Porastom kamatne stope tražnja novca opada. Jer, porastom kamatne stope rastu oportunitetni troškovi držanja novca, čime se smanjuje njegova marginalna korisnost. Vlasnik novca nastoji da plasira novac u drugi oblik imovine (s višim prinosom). Time se smanjuje tražnja novca i uspostavlja ravnoteža ponude i tražnje novca na novčanom tržištu. Neravnoteža na tržištu novca može nastati kako promenama na strani monetarne ponude, tako i na strani monetarne tražnje.

Pod pretpostavkom stabilne tražnje novca, svaki porast monetarne ponude dovodi do neravnoteže na tržištu novca. Porastom mase novca vlasnici imovine dolaze do dodatne mase novca, iznad ravnotežene. Oni nastoje da se oslobode viška novca preko plasmana u hartije od vrednosti, ili druge oblike imovine. Deo nove mase novca izaziva porast cena na domaćem tržištu, dok se drugi »izliva« u inostranstvo preko dodatnog uvoza robe i usluga. Uvoz je podstaknut s jedne strane porastom domaćih cena (čime je uvozna roba jeftinija), a sa druge samim viškom novca. Porast uvoza dovodi do depresijacije nacionalne valute. Depresijacija (obaranje deviznog kursa) domaće valute dovode do daljeg rasta cena u zemlji, čime se smanjuje kupovna moć vlasnika novca. Porast cena u zemlji smanjuje kupovnu moć vlasnika novca i na inostranom tržištu. Nastaju izvozni viškovi koji se mogu plasirati na inostrana tržišta, uz dodatnu konkurentnost nastalu

depresijacijom domaćeg novca na inostranom tržištu (pad deviznog kursa).

Monetaristička teorija deviznog kursa polazi od stava da je prilagođavanje cena promenama mase novca u privredi vrlo brzo, gotovo trenutno. Zahvaljujući uticaju ponude novca na domaće cene, a ovih na spoljnotrgovinske odnose, devizni kurs je vrlo brzo prilagođava promenama monetarne ponude (kreiranja novca). Ovde se ne radi o »crnom« deviznom tržištu u zemlji, koji gotovo automatski regulje na svaku dodatnu masu novca u opticaju, posebno kada se radi o gotovom novcu. Dodatna emisija novca (ponuda novca) obara devizni kurs, i obrnuto kod restriktivne monetarne politike. S tim, što se kod restriktivne monetarne politike dostignuti kurs ne obara, već uglavnom zadržava na već dostignutom nivou.

Ova teorija ugrađuje i inflatorna očekivanja koja dodatno deluju na devizni kurs. Inflatorna očekivanja kod svih subjekata zaznivaju se na stavu da će jednom pokrenuti proces inflacije sve više da se ubrzava ukoliko je pokrenut i podržan monetarnom kreacijom. Polazi se od stabilne monetarne tražnje. Porast monetarne ponude dovodi do neravnoteže ponude i tražnje novca, uz pojavu neželjne gotovine u domaćoj cirkulaciji.

Model monetarističke determinacije deviznog kursa ima svoju realnu podlogu u novijim kretanjima deviznih kuresa u svetu. Ovo se posebno odnosi na novu varijantu monetarističkog objašnjenja deviznog kursa, na model valutne supstitucije. Imovina se može nalaziti, uz napred navedene oblike i u devizama. Monetarna ponuda i tražnja sada se proširuje i na ponudu i tražnju deviza na domaćem tržištu. Promene kamatne stope na različite valute (u tim privredma) delovaće na pomeranje tražnje za valutama sa višom kamatnom stopom. Kurs takve valute raste, paralelno sa porastom tražnje. Može doći do većih odstupanja ravnotežnog kursa od očekivanog, već prema rastu ponude novca. Naravno, na formiranje tekućeg deviznog kursa osim monetarne ponude i tražnje, efekata supstitucije deviza i sl. deluju i brojni drugi faktori kao: kretanje cena, očekivanja, poverenje, stanje u bankarskom sistemu, stanje u platnom bilansu, devizne rezerve, visina potražnje, dohoci i raspodele, proizvodnja, investicije, stabilnost tržišta, otvorenost ekonomije i dr.

Monetarna portfolio teorija deviznog kursa

Portfolio teorija deviznog kursa, kao novija teorija, polazi od stava da se ravnotežni kurs formira pod uticajam promena na tržištu novca i tržištu kapitala, koje dovode do promene ponašanja vlasnika imovine u njegovom nastojanju da postigne optimalnu strukturu imovine (portfolia). Portfolio je određena struktura imovine, koja se može sastojati iz gotovg novca, domaćih hartija i inostranih hartija od vrednosti, kao i drugih (realnih) oblika imovine. Držanje imovine zavisi od prinosa koji taj oblik imovine nosi, cene imovine i rizika. Vlasnik imovine vrši stalne izmene strukture svoje imovine u želji da ostvari najveći prihod, uz najmanja ulaganja i minimalni rizik. On vrši stalno pretvaranje jednog u drugi oblik imovine.

Ako je imovina u obliku novca (M), u obliku domaćih hartija od vrednosti (B) i inostranih hartija od vrednosti (E), tada se ukupna vrednost imovine izražava kao sledeći zbir

$$W = M + B + E$$

Porast M rezultat je monetarne politike centralne banke, dok je B rezultat politike državnog duga. Prodajama hartija od vrednosti država dolazi do novca, a bivši vlasnici novca do obveznica javnog duga (B). S druge strane (E) zavisi od stanja platnog bilansa. Suficit tekućeg platnog bilansa istovremeno znači i deficit kapitalnih transakcija. U tom slučaju vlasnici kapitala izvoze kredit, a uvoze inostrane hartije od vrednosti.

Svaki od oblika imovine donosi određeni prihod. Prihod na domaće hartije na vrednosti (B) zavisi od kamatne stope, koja zavisi od ponude i tražnje na finansijkom tržištu i monetarne politike centralne banke. Prihod na E zavisi od kamatnih stopa na međunarodnom tržištu novca i kapitala. Samo raspolaganje novcem M ne donosi određeni prihod, jer je to novac za tekuće transakcije. Porastom kamate plasman novca nastoji da ga pretovori u drugi oblik imovine (hartije od vrednosti). Finansijako tržište je u ravnoteži kada se uspostavi ravnoteža na sva tri velika tržišta (imovine). Na tržištu novca i kapitala može doći do dve vrste promena :

1. Porast vrednosti jednog oblika imovine, uz istu ponudu ostalih izvora imovine,
2. Supstitucija jednog u drugi oblik imovine.

Do supstitucije na finansijskom tržištu obično dolazi pod delovanjem operacija otvorenog tržišta centralne banke. Centralna banka na ovom tržištu može da prodaje B i E u zamenu za gotov novac M, čime dolazi do porasta imovine u obliku hartija od vrednosti kod tih subjekata, a pada imovine u obliku novca M. I obrnuto u slučaju kupovine hartija od vrednosti na otvorenom tržištu.

Ako centralna banka kreira novac (npr. za finansiranje budžetskog deficita), tada se narušava osnovna ravnoteža portfolia domaćih vlasnika imovine. Vlasnici raspolažu dodatnom kupovnom snagom, dok su cene na tržištu roba stabilne na kratak rok. Novac ne žele pretvoriti u robu i u usmeravaju ga u kupvinu B i E. Usmeravnje novca na ova dva oblika imovine primarni efekat daje u porstu kamatne stope i porasta deviznog kursa. Kamatna stopa se snižava, dok kurs teži depresijaciji. Niža kamatna stopa omogućava održavanje ravnoteže na tržištu domaćih hartija od vrednosti (B), uz dati devizni kurs. Većina tražnje (E) dovodi do depresijacije kursa nacionalne valute uz rast kamate.

Prema portfolio teoriji deviznog kursa stanje i promena na finansijskom tržištu su vrlo brza, gotovo trenutna, čime se brzo deluje i na formiranje i promene deviznog kursa i kamane stope. Stanjem i promenama na finansijskom tržištu savremena monetarna teorija objašnjava najveći broj velikih oscilacija kurseva na tržištu. U osnovi portfolio teorije je stav da porast ponude novca (M) utiče na depresijaciju kursa. Efekat se ispoljava vrlo brzo, brže nego na promene cena.

Ova teorija posmatra i slučaj da je promena deviznog kursa veća od promene mase novca (M). To se objašnjava delovanjem očekivanja, posebno racionalnih očekivanja. Ako vlasnik kapitala očekuje višu stopu inflacije, na osnovu porasta (M), tada će opadati učešće (M) u strukturi njegove imovine, odnosno portfolia. On će nastojati da se oslobodi novca kupovinom hartija od vrednosti, odnosno deviznih sredstava na promptnom i terminskom deviznom tržištu. Kurs nacionalne valute depresira, dok kursevi inostranih valuta rastu (apresiraju).

U razvijenim modelima portfolio teorija kursa postoji određeni konzalitet: porast (M) vodi depresijaci domaće valute, depresijacija valute vodi ka suficitu tekućeg platnog bilansa, a ovaj bilans na visinu likvidnih potraživanja prema inostranstvu. Akumulisana potražnja prema inostranstvu utiču na formiranje ukupne imovine i prosec izmene strukture portfolia itd.

2.4.1. Sistemi deviznih kurseva

U savremenim uslovima, kada u prometu cirkuliše čist papirni novac, novac bez svoje stvarne unutrašnje vrednosti, formiranje i održavanje deviznih kurseva zasniva se na bitno drugim osnovama. Mada je, zapravo, sve do 1976 godine bio zadržan formalni paritet gotovog svih valuta prema zlatu, većina autora smatra da je to bio fiktivni odnos, jer zlatni paritet ni približno ne odražava stvarnu intervalutarnu vrednost valuta. Javnost danas više nije navikla da meri vrednost u količinama zlata kao u doba metalizma... Iz razloga praktične oportuniteti, pariteti valuta se i danas izražavaju u američkim dolarima, dolarski izražen paritet danas nam neposredno više daje nego odgovarajuća stopa zlatnog pariteta, mada je možda pre sto godina određena količina zlata.... mnogima davala konkretiziraniji osećaj određene protivrednosti.

U sistemu zlatne valute, formiranje deviznog kursa, videli smo, zaznivalo se u odnosu kovničkih stopa, uz slobodno delovanje igre ponude i tražnje na deviznom tržištu. Suprotno navedenom, danas, posle sloma zlatnog važanja, devizni kurs jedne valute zavisi, pre svega, od kupovne snage novca na domaćem tržištu i od odnosa ponude i tražnje na deviznom tržištu, ali i od drugih faktora koji deluju na kupovnu sugu novca i odnose u platnom bilansu jedne zemlje. Utvrđeni devizni kurs nije više osiguran, niti ograničen automatskim delovanjem kretanja zlata i njegovim tendencijama izravnavanja, kao što je to slučaj kod zlatne valute.

Dakle, za razliku od zlatnog standarda-u kojem su se oscilacije deviznog kursa odvijale strogo u uskim granicama zlatnih tačaka, danas objektivno one nemaju granice fluktuiranja. U okolnostima papirne valute i na osnovi odnosa ponude i tražnje deviza, te kretanje cene na tržištu, stvaraju se mogućnosti da devizni kurs neograničeno oscilira, ukoliko se prepusti automatskom tržišnom formiranju kurseva. Jasno je da se takve neogranične oscilacije ne mogu tolerisati te ih država pokušava kontrolisati i reulisati. Bez obzira na mogućnost kontrole i dirigovanja deviznim kursom, stabilnost deviznog kursa u periodu papirne valute gotovo da je neostvariva.

Problem stabilnosti deviznog kursa danas se javlja kao jedan od valutnih problema savremenog sveta, posebno politike spoljne monetarne stabilnosti, koja, istina, dolazi u drugi plan nacionalne ekonomske politike svih zemalja. To se obično rešava ili želi rešiti, merama državne intervencije na tom području, odnosno deviznim ograničenjima. Time devizni kurs postaje jedno od najznačajnijih sredstava ekonomske politike. Devizni kurs nije više izraz pravih i

realnih pariteta, nije više neutralni faktor kao što je to bio u doba zlatnog pariteta. Potpuno fleksibilni kursevi, uvedeni nakon sloma zlatnog veženja, bez intervencije države, nisu se dugo održali. Pojava intervencije države u tom smislu je i put uvođenja manipuliranih deviznih kurseva. Manipulisanje deviznim kursom politikom njegove precenjenosti ili potcenjenosti, država nastoji osigurati što povoljnije odnose u svom platnom bilansu, postići ravnotežu, delovati na priliv ili odliv kapitala, uvoz, izvoz, i dr.

Zbog takvog sve razvijenijeg državnog intervencionizma na području platnog bilansa i deviznog kursa došlo je do pojave različitih deviznih kurseva, umesto ranijeg jedinstvenog deviznog kursa.

2.4.2. Vrste deviznih kurseva

Danas ne možemo govoriti samo o fiksnim deviznim kursovima. U vreme papirnog važenja, devizni kursevi mogu biti:

1. Stabilni ili fiksni,
2. Diferencirani devizni kurs,
3. Slobodni, fluktuirajući ili fleksibilni i
4. Upravljivo-fluktuirajući (flotirajući) kurs.

Ovde ćemo dati samo osvrt na osnovne i najvažnije oblike deviznog kursa.

Fiksni devizni kurs

Pod fiksnim deviznim kursom danas se podrazumeva kurs koji odrede monetarne vlasti zemlje, a koji treba da održava realnu vrednost domaće valute na svetskom tržištu (smatra se da ne treba se menjati u periodu od 3 do 5 godina).

Sistem i politiku takvog fiksnog kursa danas više ne spovodi više ni jedna razvijena zemlja sa relativno stabilnom privredom. Radi se o privredama sa visokim deviznim rezervama (zlato, devize i SPV), koje su i zbog toga u mogućnosti da povećanim intervencijama na deviznom tržištu održavaju svoje kurseve u uskim granicama oscilacija i da ih tako čine relativno stabilnim. Intervencijama na deviznom tržištu, preko kupovina i prodaja deviza, centralne banke osiguravaju zahtevanu stabilnost deviznog kursa, sve u granicama maksimalno dozvoljenih oscilacija (danas je to plus-minus 4,5 % u odnosu na određeni paritet).

Ako se devizni kurs održava iznad realnog kursa ili kursa ravnoteže, radi se o potencijalnom ili depresiranom deviznom kursu domaće valute. Ako je devizni kurs domaće valute ispod realnog

kursa ili kursa ravnoteže, radi se o precenjivanju ili aprecijaciji kursa domaće valute. Na primer neka je kurs ravnoteže dinara i dolara 27,00 :1. Ako se daje na tržištu i odredi 30 dinara za jedan dolar, u tom slučaju je kurs dinara potcenjen u odnosu prema realnom i ravnoteženom kursu. Suprotno tome, ako se odredi kurs od 20 : 1, dakle daje se 20 dinara za jedan dolar, u tom slučaju je dinar precenjen u odnosu prema dolaru. Kurs ravnoteže obično je definisan kao kurs koji u određenom periodu uspeva da održava bilans plaćanja u ravnoteži, sa jedne, i inflacije, sa druge strane, dakle, uz koordinaciju unutrašnje i spoljne privredne ravnoteže. Kurs ravnoteže mora ispuniti tri uslova:

1. Bilans plaćanja mora ostati u ravnoteži od 3 do 5 godina, a ne smeju nastupiti ni veće promene u deviznim rezervama.

2. Ravnoteža se mora postići bez pribegavanja deviznim i uvoznim ograničenjima.

3. Ravnoteža se ne sme postići po cenu nezaposlenosti u zemlji, odnosno pada stope ekonomskog rasta.

Depresijacija i apresijacija deviznog kursa

Politika depresijacije ili potcenjivanja domaće valute obično se sprovodi radi poboljšanja odnosa u platnom bilansu. Depresijacija valute, odnosno kada je devizni kurs iznad kursa ravnoteže, čini domaću robu za inostranog kupca jeftinijom, pa dolazi do stimulacije izvoza, uz istovremeno ograničavanje uvoza robe (inostrana roba u zemlji s depresiranom valutom postaje skuplja). Kod politike apresijacije, javlja se potpuno obrnut efekat: stimulacija uvoza i destimulacija izvoza i preko toga popravljaju se stanje platnog bilansa (karakterističan je visok suficit). Povećanjem izvoza i relativnim smanjenjem uvoza popravljaju se stanje trgovinskog, a, preko njega, i platnog bilansa.

Politika veštačkog smanjenja deviznog kursa, domaće valute radi stimulacije izvoza i ograničavanja uvoza, ma koliko izgleda laka i atraktivna, ne može dati rezultate na neodređeno vreme. Pre svega, da bi ova mera dala povoljne rezultate, potrebno je:

1. Da inostrana tražnja za domaćom robom bude dovoljno elastična,

2. Da takva zemlja ima visok koeficijent spoljne trgovine, odnosno učešća spoljne trgovine u nacionalnom dohotku, da zavisi od nje (jer bi malo ili neznatno učešće spoljne trgovine umanjilo ove efekte) i

3. Da ovakoj politici pribegava samo mali broj zemalja, jer se javljaju fenomeni konkurentni depresijacija, koji su u stanju da u potpunosti neutrališu efekte ove politike jedne zemlje.

Politika apresijacije ili precenjivanja domaće valute, videli smo, predstavlja održavanje deviznog kursa ispod kursa ravnoteže. Preko politike aprecijacije cene uvozne robe su na nižem nivou, dok su cene domaće robe relativno veće. Često je politika apresijacije diktirana potrebama ubrzanog privrednog razvoja posebno u početnim fazama industrijalizacije, zbog većih potreba za uvozom opreme i repromaterijala, ali isto tako radi pribavljanja potrebnih obaveznih sredstava po nižem kursu u svrhu plaćanja dospelih dugovanja prema inostranstvu.

Politiku deprecijacije zemlja može sprovoditi neograničeno. Apresijacija se ne može sprovoditi duže vreme bez državne intervencije (centralne banke) na deviznom tržištu, deviznih ograničenja i mera devizne kontrole. Deficit platnog bilansa koji obično nastaje zbog porasta uvoza i pada izvoza, mora se pokrivati deviznim rezervama. Teško je pretpostaviti da postoje takve devizne rezerve kojim se duže vreme može pokrivati stalni deficit platnog bilansa. Međutim, ako se politika apresijacije sprovodi duže vreme, obično je praćena merama devizne kontrole.

Kod fiksnog deviznog kursa, posebno je razvijen sistem višestrukih ili diferenciranih deviznih kurseva. U sistemu fiksnih deviznih kurseva moguće je izdiferencirati jednostruke i višestruke devizne kurseve. Diferencirani predstavljaju sistem većeg broja kurseva koji se mogu otvoreno primenjivati za pojedine robe u izvozu i uvozu ali i prikriveno, kroz postavljanje tzv. kursnih ingredijata (dodatka na fiksni kurs), preko politike cena, premija, koeficijenta i sl. Primenjuje ga obično većina zemalja u razvoju, ali i razvijene zemlje. Upravo se, stoga, i postavlja pitanje da li uopšte postoji čvrsti fiksni kurs. Više je to jedno određeno područje oko fiksnog kursa kojeg čine razni dodaci (kursni ingredijenti) na zvanični devizni kurs.

Pozitivne strane fiksnog deviznog kursa

Fiksni kurs ima određene dobre karakteristike:

1) Fiksni kursevi su čvrsta osnova međunarodne trgovine i sistema plaćanja. Oni istovremeno značajno eliminišu mogućnosti pojave i širenja valutnog dampinga. Valutni rizici su svedeni na minimum, posebno u slučajevima kada se ugovaraju i zaštite klauzule u sistemu međunarodnih plaćanja.

2) Fiksni kurs, u izvesnom smislu, kod postojanja šire konvertibilnosti valuta dovodi do internacionalizacije domaćeg novca.

3) Šire korišćenje fiksnih kurseva istovremeno podrazumeva i potrebu usaglašavanja mera monetarne politike svih zemalja, dakle na međunarodnom planu.

4) Domaći novčani opticaj u ovom sistemu se mora podrediti stanju i promenama monetarnih rezervi, koje postaju strateški faktor i kanal za stvaranje i povlačenje nacionalnog novca.

5) Osnova realno određenog i podržavanog fiksnog deviznog kursa je stabilnost privrede, odnosno privredna i monetarna ravnoteža, narušavanje privredne ravnoteže i promene cena unutar privrede moraju se odraziti na promene (sniženje) kursa domaćeg novca.

6) Fiksni devizni kurs stvara povoljniju finansijsku klimu i sugurnost za međunarodno prelivanje novca i kapitala. Teorija je stala na stanovište da su u savremenim privredama, u manjim monetarnim potresima, veći rizici na strani većih promena deviznih kurseva, u odnosu na ranije razlike u nivou kamatnih stopa u različitim privredama (koje su dovele do prelivanja novca i kapitala iz privreda s nižom u privrede s višom kamatnom stopom).

7) Fiksni kurs apriori traži sinhronizaciju ne samo nacionalnih monetarnih politika, već i fiskalne politike, politike dohotka, platnobilansne politike cena i dr.

Nedostaci sistema fiksnog deviznog kursa

1. U sistemu fiksnih kurseva dolazi do izražaja sukob ciljeva ekonomske politike, posebno zahtev za istovremenim ostvarenjem politike pune zaposlenosti, održavanja visoke stope rasta uravnoteženosti platnog bilansa. Taj cilj ekonomske politike u uslovima fiksnih kurseva postoje nerešiv.

2. Fiksni devizni kurs traži povremeno prilagođavanje nastalim stvarnim promenama u različitim privredama (cene, dohodak, devizne rezerve, platnobilansna neravnoteža i dr.), zbog čega se postavlja pitanje: da li će se novi kurs odabrati na onom nivou da to bude novi kurs ravnoteže. Ako neka zemlja ima deficit u platnom bilansu, uz visoku nezaposlenost, ona može da vrši devalvaciju u većem postotku u odnosu na »kurs ravnoteže«, da bi uz otklanjenje deficita platnog bilansa dovela do povećanja izvoza, porasta nacionalnog dohotka i povećanje zaposlenosti. Ovaj devizni kurs se sporo prilagođava i približava stvarnoj vrednosti valuta.

3. Fiksni kursevi destimulativno deluju na spoljnotrgovinske odnose i investicije u inostranstvu.

4. Fiksni devizni kurs, pre ili posle, redovno dovodi do udaljavanja stvarnih od ravnoteženih kurseva, pre svega zbog razlika u kretanju plata, cena, troškova reprodukcije, produktivnosti rada, nove tehnologije i dr. do kojih dolazi u toku razvoja zemalja. Ovo, međutim, neminovno dovodi do poremećaja na robnom tržištu.

5. Fiksni kursevi zahtevaju stalnu intervenciju monetarnih vlasti preko deviznih rezervi u svrhu zaštite izabranog deviznog kursa, te su zbog toga potrebne jače devizne rezerve.

6. Otkupljivanjem svih ponuđenih količina deviza pod datom kursu i puštanjem u opticaj domaćeg novca fiksni kursevi pothranjuju domaću inflaciju i dovode do međunarnog prenošenja inflacije i iz jednih u druge zemlje.

Fluktuirajući devizni kurs

Sistem fluktuirajućih deviznih kurseva predstavlja takve kurseve koji se formiraju slobodno prema dnevnoj ponudi i tražnji deviza na deviznom tržištu ili kod banaka. Monetarni organi ne primenjuju nikakve mere u vezi sa intervalutarnom vrednošću svoje valute. Sve, ili uglavnom sve, je prepušteno odnosima ponude i tražnje na deviznom tržištu, da bi se održale oscilacije kurseva u željenim granicama. U ovom drugom slučaju radi se o »prljavom fluktuiranju«, jer se intervencijom monetarnih vlasti žele obuzdavati preterane oscilacije kurseva. Prednosti fluktuirajućih kurseva se ogledaju u sledećem:

1. U jednostavnosti njegovog formiranja, jer se formira na osnovu ponude i potražnje za devizama na deviznom tržištu.

2. Dovodi do bržeg približavanja stvarnog i ravnotežnog kursa, što dovodi do formiranja realne vrednosti valuta, pa samim tim i do uspostavljanja nove kursne ravnoteže.

3. Tok fluktuirajućeg kursa inostrane valute je roba na domaćem tržištu (sui generis), tako da je formiranje cena inostrane valute podložno delovanju ekonomskih zakonitosti, kao i kod svih ostalih roba.

4. Ovaj devizni kurs omogućava veći stepen slobode pri vođenju autonomne domaće monetarne i ekonomske politike, koje u prvi plan ističu stopu ekonomskog rasta, punu zaposlenost, internu

domaću stabilnost, a da pri tome platni-bilans zemlje nije limitirajući faktor.

5. S obzirom da su ovi kursevi rezultat promena kupovnih snaga nacionalnih valuta, to se i menjaju srazmerno tim promenama.

6. Nepovoljna kretanja fluktuirajućih kurseva domaće valute su osnovni indikator monetarnim vlastima, i drugim nosiocima ekonomske politike, da su neophodne određene korekcije u sprovođenju ekonomske politike.

7. Kod fluktuirajućih kurseva, obično nije neophodna intervencija centralne monetarne vlasti, u pravcu zaštite kursa domaće valute.

8. Potrebne su i manje devizne rezerve usled automatske promene deviznog kursa (devalvacija ili revalvacija), što doprinosi manjoj imobilisanosti sredstava, pa se rezerve mogu većim delom koristiti u pravcu poboljšanja ekonomskog ambijenta zemlje.

9. Fluktuirajući devizni kursevi u velikoj meri ograničavaju špekulativno kretanje novca i kapitala, usled ne postojanja obaveze konverzije deviza po unapred datom deviznom kursu.

10. Sistem fluktuirajućih kurseva omogućava svakoj zemlji da samostalno određuje stopu inflacije, s tim što takva inflacija ne može biti izvezena u druge zemlje sa stabilnom valutom.

Fluktuirajući devizni kursevi imaju i određene nedostatke, koji se ogledaju u sledećim elementima:

1. Velika nestabilnost i neizvesnost usled mogućih poremećaja na deviznim tržištima, što stvara nesigurnost u međunarodnim sistemima plaćanja i međunarodnoj trgovini.
2. Neželjene promene u međunarodnoj monetarnoj stabilnosti.
3. Mogućnosti preliivanja dohotka iz deficitarnih u suficitarne zemlje.
4. Podsticaj špekulativnih politika u monetarnoj oblasti.

Prednosti fluktuirajućih deviznih kurseva su znatno veće od navedenih nedostataka, pa ipak se u savremenim okolnostima fluktuirajući kursevi više ne formiraju potpuno slobodno, već kao i fiksni kursevi postaju predmet određene devizne kontrole. U tom smislu se može govoriti o manipulisanom fluktuirajućem deviznom kursu, koji se obično naziva plivajući (floating) kurs. On je često skopčan sa

osnovnim smernicama nacionalne ekonomske politike, sa osnovnim ciljem da bi se otklonile nepovoljne posledice monetarne politike (pritisak na domaću valutu) po zdravlje nacionalne ekonomije.

Monetarna politika ostvaruje različite efekte i ima različit domet delovanja (samostalnosti) u uslovima fiksnih i fluktuirajućih kurseva. Izbor oblika kursa je od velikog značaja za privredu zemalja kod kojih je učešće uvoznog-izvoznog aktivnosti u društvenom proizvodu značajno. Od izbora kursa zavisi uticaj centralne monetarne vlasti na privredna kretanja, ali i to da li će monetarna vlast biti u stanju da drži pod kontrolom masu novca u optičaju, emisiju primarnog novca, nivo kamatnih stopa, likvidnost privrede i banaka ali i sopstveni monetarni suverenitet.

U sistemu fiksnih kurseva limitirane su mogućnosti vođenja monetarne politike, dok fluktuirajući devizni kursevi omogućavaju monetarnim vlastima da vode autonomnu monetarnu politiku u zavisnosti od potreba proizvodnje i prometa, a u skladu sa definisanim ciljevima monetarne politike. Iz navedenih razloga, ali i zbog velikog uticaja kursa na nacionalnu privredu, izbor deviznog kursa nije jednostavan, pa je zato neophodno predhodno sagledati sve direktne i indirektno efekte i posledice izabranog kursa na nacionalnu privredu.

2.4.3. Formiranje deviznog kursa na dugi rok

Devizni kurs formira se na osnovu ponude i tražnje na deviznom tržištu, kao i cena bilo koje robe na slobodnom tržištu. Ako se uporede cene određenih valuta za proteklih nekoliko godina, primetiće se da su promene valuta dosta česte. Što su veće ekonomske razlike između pojedinih zemalja, to su veće oscilacije deviznog kursa.

Najvažniji uticaj na formiranje deviznog kursa imaju razlike u cenama i kretanje kamatnih stopa na međunarodnom tržištu kapitala. Cene su prvi i najvažniji faktor koji determiniše devizni kurs. Teorija deviznih kurseva polazi od različitih uslova mikro i makro okruženja i na različite načine definišu formiranje deviznih kurseva na duži rok. Danas u literaturi dominantna su dva teorijska pristupa, i to:

1. zakon jedinstvene cene, i
2. teorija pariteta kupovnih snaga.

Zakon jedinstvene cene polazi od toga, da ako dve zemlje proizvode identičnu robu, ako ne postoje carinska i druga ograničenja, ako su transportni troškovi mali, cena te robe treba da bude ista svuda u svetu, bez obzira na to u kojoj je zemlji proizvedena. Da bismo to objasnili, uzmimo raniji primer kompjutera koji košta u Nemačkoj 1000

€, pri ranije pretpostavljenom kursu (1 evro za 1,20 dolara ili 0,83 evra za 1 dolar) to je 1200 dolara. To praktično znači, da bi pri ovako uspostavljenim cenama bilo sve jedno, da li se kompjuter kupuje u Nemačkoj ili SAD.

Međutim, ako dođe do formiranja kursa na drugačijem nivou, na primer 1,1 € za 1,20 dolara, što je isto što i 1 € za 1,09 dolara (1,20 dolara prema 1,1 €vra = 1,09 dolara), tada će se promeniti i cena kompjutera. Tada bi dolarska cena kompjutera u Nemačkoj bila 1090 dolara ($1000 \times 1,09$ dolara je 1090 dolara), dok je cena istog tog kompjutera u SAD 1200 dolara. Znači, razlika u ceni između ova dva kompjutera je 110 dolara, (1200 dolara u SAD – 1090 dolara u Nemačkoj = 110 dolara).

Iz ovog primera vidi se, da je došlo do depresijacije evra u odnosu na dolar. Jasno je da su nemački izvoznici stimulisani da prodaju, a američki uvoznici da kupuju. Oni svakako slede elementarno pravilo trgovanja, da se kupuje gde je jeftinije, a prodaje gde je skuplje. Nemački izvoznici će prodavati kompjutere na američkom tržištu, a američki uvoznici će kupovati kompjutere na nemačkom tržištu. Svakako, da će veća ponuda na američkom i veća tražnja na nemačkom tržištu, uticati da se cene na ova dva tržišta približe ili izjednače.

Do istog ishoda bi došlo ako bi se cena deviznih kurseva formirala u suprotnom smeru. Na primer, 0,90 evra za 1,20 dolara (1 € za 1,33 dolara). Tada bi nemački uvoznici kupovali kompjutere u SAD, a izvoznici iz SAD prodavali kompjutere u Nemačkoj, sve dok ne dođe do izjednačavanja cene pod uticajem ponude i tražnje.

Jedna od najvažnijih teorija po kome se određuje devizni kurs je teorija pariteta kupovnih snaga. Osnov za razumevanje ove teorije je napred obrađena teorija zakona jedinstvene cene. Između ove dve teorije postoji razlika. Dok teorija jedinstvene cene utvrđuje odnose cena pojedinačnih proizvoda, dotle teorija pariteta kupovnih snaga, upoređuje opšte nivoe cena između pojedinih zemalja. Prema ovoj teoriji, devizni kurs bilo koje dve valute odražava nivo cena dveju država. Ova teorija je upravo primena zakona jedinstvene cene kada je u pitanju nacionalni nivo cena, a ne pojedinačne cene.

Da bismo ovu teoriju ilustrovali, uzećemo i dalje primer kompjutera koji košta u Nemačkoj 1000 €. Pretpostavimo, da su cene nemačkih kompjutera povećane za 10 procenata u odnosu na cene američkih kompjutera u dolarima, čija je cena ostala ista. Ako primenimo zakon jedinstvene cene na nivou cena obe države, dobijamo teoriju pariteta kupovne snage. Ako se nivo cena u Nemačkoj poveća za

10 procenata u odnosu na nivo cena u SAD, doćiće do apresijacije dolara za 10% u odnosu na devizni kurs evra.

Ovaj primer ukazuje na to, da ukoliko se nivo cena u jednoj državi, poveća u odnosu na nivo cena u nekoj drugoj državi, da će njena valuta depresirati u odnosu na valutu druge države, koja će apresirati. U našem primeru, doći će do apresijacije američkog dolara u odnosu na evro u Nemačkoj za 10 procenata. Prema tome, po ovoj teoriji, paritet kupovne snage valute jedne zemlje u odnosu na valutu druge zemlje, utvrđuje se poređenjem opšteg nivoa cena u tim zemljama.

U praksi se ne koristi opšti nivo cena dve zemlje, već se primenjuje mnogo praktičniji način relativne teorije pariteta kupovnih snaga. Na ovaj način, umesto opšteg nivoa cena, upoređuju se samo promene u opštem nivou cena izražene pokazateljima inflacije. Inflacija predstavlja rast opšteg nivoa cena jedne zemlje izražen indeksima rasta.

Teorija pariteta kupovnih snaga polazi od toga, da se devizni kurs formira samo na osnovu promena u relativnom nivou cena. Međutim, takav zaključak bio bi tačan jedino pod pretpostavkom, da je sva roba u obe države istovetna, da ne postoje trgovinske i carinske barijere i da su mali transportni troškovi. Takođe, ova teorija ne uzima u obzir veliki broj roba i usluga kojima se ne trguje van granica određene zemlje. I ako ove cene mogu da se promene i utiču na opšti nivo cena u zemlji, njihov uticaj na sam devizni kurs neće previše uticati. Prema tome, na primenu teorije pariteta kupovnih snaga utiču sledeća ograničenja:

- transportni troškovi,
- carine i uvozne dažbine,
- postojanje proizvoda koji nisu predmet razmene,
- međunardone razlike u merenju cena,
- relativni nivo cena,
- preferencije domaće robe u odnosu na stranu, i
- produktivnost.

Transportni troškovi povećavaju cenu kako domaće tako i inostrane robe, osim ako njihova veličina nije zanemarljiva. Međutim, treba shvatiti da sve što povećava tražnju domaće u odnosu na inostranu robu, utiče na apresijaciju domaće valute u odnosu na stranu valutu. Takođe, sve što povećava tražnju strane robe u odnosu na tražnju domaće robe, utiče na depresijaciju domaće valute. Prodaja

domaće robe u tom slučaju će se nastaviti samo, ako je vrednost domaće valute manja.

Carine i uvozne dažbine predstavljaju trgovinske barijere slobodnoj trgovini. Pored carina uvezene robe, uspostavljaju se i kvote u vidu ograničenja količine strane robe koja se može uvesti. Sve to utiče na devizni kurs. Ako na primer, SAD poveća carine ili uvede kvote na nemačke kompjutere, do čega će to dovesti? Takav vid trgovinskih barijera utiče na povećanje tražnje američkih kompjutera, dolar će apresirati a američki kompjuteri će se prodavati dobro. Prema tome, trgovinske barijere, carine i kvote, utiču na apresijaciju deviznog kursa dotične zemlje na duži period.

Postojanje proizvoda koji ne mogu da budu predmet razmene, predstavljaju ograničavajući faktor u primeni teorije pariteta kupovnih snaga. Postoji veliki broj roba i usluga kojima se ne trguje van državnih granica. To su na primer, stambene zgrade, zemljišta, razne vrste usluga, poput ugostiteljskih usluga, frizerskih usluga itd. Uglavnom, usluge ne mogu da budu predmet razmene, osim izuzetaka kao što su usluge osiguranja, finansijske usluge, međunarodni transporti i sl.

Kada se ide pojedinačno, od proizvoda do proizvoda, od usluge do usluge, lako je razgraničiti šta sve može da bude predmet razmene. Problem nastaje onda, kada je potrebno izvršiti uopštavanje. Veliki je broj proizvoda i usluga kojima se trguje isključivo unutar nacionalnih granica. U razvijenim zemljama se procenjuje da je to između 50-60 procenata društvenog proizvoda.

Međunarodne razlike u merenju nivoa cene, nastaju kao posledica potreba privrede, navika i potreba potrošača u različitim državama. Reprezentativna korpa proizvoda, kao barometar potrošnje, različita je od države do države. Poštovanje međunarodnih standarda u tom pogledu ublažavaju problem, ali ga u potpunosti ne otklanjaju. Ovakvi slučajevi karakteristični su za određene regije i države, kao što je na primer potrošnja vina u Francuskoj, špageta u Italiji, pirinča u Kini i Japanu, piva u Nemačkoj, govedine u Argentini itd.

Potrošnja određenih proizvoda po stanovniku različita je od zemlje do zemlje, što utiče na opšti nivo cena i deviznog kursa. Povećana potrošnja pirinča u Japanu, prouzrokuje da statistika zabeleži viši opšti rast cena nego u drugim zemljama. To bi na osnovu teorije pariteta kupovne snage, moglo da sugeriše devalvaciju i ako se ništa u izvozu i uvozu japanske privrede u suštini nije promenilo.

Relativni nivo cena znači, da povećanje nivoa cena u jednoj zemlji na duži rok, u odnosu na nivo cena u drugoj zemlji, dovodi do depresijacije njenog deviznog kursa. Međutim, pad nivoa cena države

na duži rok, uzrokujeće apresijaciju njenog deviznog kursa. Na primer, ako cene nemačke robe porastu, tražnja za nemačkom robom će opasti, a evro će depresirati. Nasuprot tome, ukoliko se povećaju cene i američke robe, ali relativne cene nemačke robe opadnu u odnosu na cene američke robe, povećaće se tražnja za nemačkom robom. Apresiraće evro u Nemačkoj i roba će se i dalje dobro prodavati.

Preferencije domaće robe u odnosu na stranu, nastaju kao posledica povećane tražnje za uvozom ili izvozom određene robe. Povećana tražnja za izvozom u nekoj zemlji, deluje na apresijaciju njenog deviznog kursa u dužem periodu. Nasuprot tome, povećana tražnja za uvozom, utiče na depresijaciju deviznog kursa. Ako se na primer Nemci odluče za uvoz američke robe, povećana tražnja usloviće apresijaciji dolara, pa će se obim prodaje zadržati ili povećati i kada vrednost dolara bude veća. Povećani uvoz američke robe u Nemačkoj, usloviće depresijaciji deviznog kursa u Nemačkoj.

Produktivnost u jednoj državi, ima velikog uticaja na nivo njenog deviznog kursa. Ako poslovne kompanije u jednoj državi mogu da smanje cene, a da i dalje ostvaruju određen nivo profita, nasuprot druge države, gde je produktivnost znatno niža, to će se direktno odraziti na nivo deviznog kursa i u jednoj i u drugoj zemlji. U zemlji koja ima veću produktivnost, doći će do pojačane tražnje i apresijacije deviznog kursa. U zemlji u kojoj je nivo produktivnosti niži u odnosu na drugu državu, roba je skuplja, tražnja je slaba, a devizni kurs će morati da deprisira.

Na formiranje deviznog kursa na duži rok, bitno utiče stanje u platnom bilansu jedne zemlje. Između priliva i odliva deviza u platnom bilansu zemlje i ponude i tražnje deviza na deviznom tržištu, postoji gotovo direktna povezanost. Zemlja koja ima deficit u platnom bilansu, prinuđena je za stalnom tražnjom deviza, dok ona zemlja koja ima suficit platnog bilansa, može da nudi tržištu devize. Ako devizni kurs predstavlja cenu domaće valute iskazanu u stranoj valuti, onda nivo deviznog kursa se formira na deviznom tržištu na osnovu ponude i tražnje.

Prihode u platnom bilansu jedne zemlje čini izvoz proizvoda i usluga, doznake iz inostranstva, transferi, pokloni, priliv stranog kapitala, naplaćene kamate i provizije. Rashodi u platnom bilansu jedne zemlje vezani su za uvoz robe i usluga, plaćene kamate i odliv deviza po ostalim finansijskim transakcijama i odliv kapitala.

2.4.4. Formiranje deviznog kursa na kratak rok

Do sada smo govorili o formiranju deviznog kursa na duži rok. Međutim, da bismo razumeli stalne promene deviznog kursa, moramo videti kako se formira devizni kurs na spot tržištu, takozvani spot devizni kurs. Za ovaj pristup formiranja deviznog kursa, bitno je naglasiti, da najveći uticaj na formiranje deviznog kursa na kratak rok imaju bankarski depoziti. Prema tome, devizni kurs predstavlja cenu domaćih bankarskih depozita u odnosu na strane bankarske depozite. Domaći bankarski depoziti su ona vrsta depozita koji su denominovani u domaću valutu, dok strani bankarski depoziti su oni depoziti koji su denominovani u stranu valutu.

Devizni kurs je u stvari cena jedne vrste aktive u odnosu na drugu vrstu aktive. Na osnovu ovog mišljenja, formiranje deviznog kursa na kratak rok, najbolje je posmatrati na osnovu ponude i tražnje određenih oblika aktive. Ovakav stav u formiranju deviznog kursa primat daje aktivni, umesto ranijeg pristupa, koji je kao primarni faktor naglašavao nivo uvoza i izvoza određene zemlje. Ovakav pristup proizlazi iz toga, da je danas na tržištu, iznos transakcija u kraćim periodima po osnovu domaćih i stranih bankarskih depozita, mnogo veći od transakcija po osnovu uvoza i izvoza robe.

Kad su u pitanju vremenski periodi do jedne godine dana, mnogo veći uticaj na formiranje deviznog kursa imaju transakcije sa aktivom, nego transakcije na tržištu po osnovu uvoza i izvoza. Tako na primer, u SAD, transakcije sa aktivom svake godine su 25 puta veće u odnosu na transakcije uvoza i izvoza robe. Slična je situacija i u ostalim razvijenim zemljama.

Ako pretpostavimo, da domaći bankarski depoziti imaju kamatnu stopu (I_d), a da strani bankarski depoziti imaju kamatnu stopu (I_s), izraženu u stranoj valuti, u evrima. Kamatna stopa označava očekivan prinos naplativ u domaćoj valuti (I_d), odnosno očekivan prinos naplativ u stranoj valuti, evrima (I_s). Očekivani prinosi uvek moraju biti korigovani i usklađeni sa očekivanom apresijacijom ili depresijacijom valute.

Ako se na primer očekuje da dinar apresira 5%, očekivan prinos (I_d) na dinarske depozite izražene u evrima biće 5% veći, zato što je dinar iskazan u evrima za 5% porastao. Ako na primer kamatna stopa na domaće depozite iznosi 8%, a očekivana apresijacija dinara 5%, tada će očekivani prinos na dinarske depozite izražene u evrima biti 13% : 5% kamate, plus očekivana apresijacija dinara od 5%. Ako se očekuje da dinar depresira u toku godine, onda će očekivani prinos na dinarske

depozite izražene u evrima biti 3% : 8% kamate, minus očekivana depresijacija dinara od 5%.

Ako tekući devizni kurs ili spot devizni kurs iskažemo kao (T_{dk}), a očekivani devizni kurs za naredni period kao (O_{dk}), onda, očekivanu apresijaciju dinara možemo iskazati kao:

$$\frac{O_{dk} - T_{dk}}{T_{dk}}$$

Ovo pokazuje, da očekivani prinos na domaće depozite (D_d), iskazan u stranoj valuti, predstavlja zbir kamate na dinarske depozite (I_d) i očekivane apresijacije dinara.

$$D_d = I_d + \frac{O_{dk} - T_{dk}}{T_{dk}}$$

Pri čemu je:

D_d = domaći depozit iskazan u stranoj valuti

I_d = domaća kamatna stopa

O_{dk} = očekivani devizni kurs

T_{dk} = tekući devizni kurs

Međutim, ovaj obrazac bio bi nepotpun bez očekivanog prinosa na strane depozite iskazan u evrima kao (I_s). Očekivani prinos na dinarske depozite iskazan u stranoj valuti, predstavlja razliku između očekivanog prinosa na dinarske depozite i strane depozite. To se može iskazati na sledeći način:

$$D_d = I_d - I_s + \frac{O_{dk} - T_{dk}}{T_{dk}}$$

pri čemu je:

I_s = strana kamatna stopa

Sličan je potpuno postupak i kod izračunavanja očekivanog prinosa na strane depozite, samo što se uzima u obzir očekivani prinos na strane depozite, korigovan za očekivanu apresijaciju odnosno depresijaciju valute.

2.5. Mehanizmi hedžinga na deviznim tržištima

Osnovna karakteristika savremenog deviznog tržišta je njegova promenljivost i neizvesnost, zbog čega je ovo tržište postalo visoko rizično. Brze promene u odnosima ponude i tražnje deviza i valuta, donose neočekivane rizike i gubitke na deviznim transakcijama. Ne postoje savršene metode predviđanja promena na deviznom tržištu. Takođe, ne postoje apsolutno sigurni oblici hedžinga deviznog kursa na tržištu, pa je izloženost banke kao i ostalih učesnika na deviznom tržištu velika.

Finansijske inovacije su jedan od oblika zaštite učesnika na deviznom tržištu od izloženosti riziku deviznog kursa. Glavni razlozi nastanka finansijskih inovacija su disperzija rizika među učesnicima na tržištu i izbegavanje poreskih propisa. Finansijske inovacije spadaju u terminske instrumente hedžinga na tržištu. U važne razloge nastanka finansijskih inovacija mogu se nabrojati sledeći elementi:

- a) Pojava raznih vrsta rizika na tržištu, kao što su kreditni rizik, rizik kamatne stope i deviznog kursa, rizik hartija od vrednosti, vanbilansni rizik i porast inflacije.
- b) Konkurencija učesnika i posrednika na tržištu.
- c) Želja da se zaobiđu poreski i drugi propisi.
- d) Tehnološke inovacije u finansijskom sektoru.
- e) Potreba diversifikacije rizika.
- f) Globalizacija finansijskog tržišta.

Proteklih godina devizni kursevi su često oscilirali. Velike oscilacije deviznih kurseva, izlažu banku velikom riziku deviznog kursa, jer mogu da stvore određene gubitke bankama. Menadžment banke, kao jedan od oblika hedžinga, može da koristi finansijske derivate da bi smanjio rizik. Najčešće se koriste finansijski derivati forvard i fjučersi za hedžing deviznog kursa.

Pretpostavimo, da jedna američka kompanija ima potraživanje u Nemačkoj od 1 milion evra, na rok od 3 meseca po osnovu izvoza robe. Ova kompanija strahuje da može da pretrpi određene gubitke po ovom potraživanju, ako ne preduzme mere hedžinga deviznog kursa. Procene kazuju, da može doći do depresijacije evra u naredna tri meseca, odnosno do pada terminskog deviznog kursa u odnosu na postojeći spot

devizni kurs. Kompanija je svesna da 1 milion evra, prilikom uplate nakon tri meseca, neće više toliko vredeti.

Prvi korak koji kompanija može da preduzme je da sklopi forward, kojim se obavezuje na prodaju 1 milion evra za tri meseca, po tekućem terminskom deviznom kursu. Na taj način, kompanija izbegava rizik deviznog kursa u budućnosti. Nakon tri meseca kompanija ima realno 1 milion evra i potpuno je zaštićena od rizika deviznog kursa. Tržišta deviznih forwarda su razvijena, jer ih za svoje devizno poslovanje intezivno koriste investicione i komercijalne banke, radi eliminisanja rizika deviznog kursa.

Da bi eliminisala rizik deviznog kursa, kompanija može iskoristiti i tržište valutnih fjučersa. Valutni fjučersi omogućavaju eliminisanje rizika deviznog kursa i pružaju mogućnost zarade. Zarada je moguća, zato što je sa valutnim fjučersima moguće trgovati na berzi preko klirinške kuće koja je posrednik u poslu sa fjučersima. Menadžment kompanije može odlučiti da koristi istovremeno i tržište forwarda i tržište fjučersa. Izbor jednog ili drugog hedžinga deviznog kursa, zavisi od visine transakcionih troškova na jednom i na drugom tržištu. Mogućnost trgovanja i ostvarivanja zarade kompanije, može da utiče, da se pre odluči na korišćenje tržišta fjučersa.

U nesigurnim uslovima poslovanja, učesnici na deviznom tržištu, a pre svega banke, izloženi su riziku promene deviznih kurseva. Mišljenje je da postoje tri vrste rizika:¹

1. transakciona izloženost,
2. bilansna izloženost, i
3. ekonomska izloženost.

Transakciona izloženost podrazumeva vremensku nepodudarnost između momenta nastanka obaveze i njenog izmirivanja. U transakcionoj izloženosti prisutni su elementi domaća i strana valuta i vreme. Ako postoji podudarnost u valuti, ne postoji valutna izloženost. Ako postoji podudarnost u valuti i vremenu nastanka i izmirivanja obaveze, onda nema vremenske izloženosti riziku deviznog kursa.

Banka koja se opredeli za dugoročno poslovanje na deviznom tržištu, neprestano je izložena riziku deviznog kursa. Naročito je veliki rizik u proceni terminskog deviznog kursa i u finansijskim operacijama ukrštenih deviznih kurseva. Ako je vremenska distanca između zaključenja terminskog posla i izvršenja posla veća, onda je srazmerno veći rizik transakcionog deviznog kursa.

¹ Prof. dr. Uroš N. Čurčić: Bankarski portfolio menadžment, Novi Sad, 2002 .god. str. 582

Bilansna izloženost riziku deviznog kursa se naziva još i računovodstvena ili translaciona. Suština je u izloženosti pozicija aktive i pasive između dva perioda koji su u domaćoj valuti. To znači, da se imovina i obaveze banke denominirane u stranoj valuti, prenose i bilansiraju u domaću valutu. Promene u krusevima u ta dva perioda mogu izazvati pojave gubitaka ili dobitaka. Ova pojava postaje još složenija ako banka ima razgranatu mrežu filijala u inostranstvu. Osnov bilansne izloženosti predstavlja kurs, po kome se vrši prevođenje bilansnih stavki iz strane valute u domaću valutu.

Ekonomska ili očekivana izloženost riziku deviznog kursa, znači buduće promene cena valuta koje mogu imati uticaj na poslovanje banke. Bitne su sledeće karakteristike ekonomske izloženosti valutnom riziku:²

1. da nastaju pre ekonomske transakcije i obično određuju da li će do nje doći,
2. da je vezana za realne, a ne nominalne promene kurseva,
3. da se generalno može reći da se ne pojavljuje u finansijskim izveštajima,
4. da može da utiče na našu domaću prodaju u domaćoj valuti, i
5. da teži da ima različite vremenske raspone.

Ekonomska izloženost riziku deviznog kursa teško se procenjuje i projektuje. Bitna je za dugoročne kreditne aranžmane, osnivanje filijala u inostranstvu, kao i kod svih terminskih poslova na deviznom tržištu.

Prema tome, suštinu izloženosti riziku deviznog kursa čini:

1. definisanje izloženosti,
2. identifikovanje postojećih i u projektima izloženih pozicija,
3. analiza mogućih udara,
4. uspostavljanje strategije,
5. integracija sa finansijskim menadžmentom, i
6. taktika za primenu strategije.

Banke su razvile mnogobrojne tehnike i instrumente hedžinga izloženosti riziku deviznog kursa, koje se mogu svrstati u tri grupe:³

² Dr. Branko Vasiljević : Rizici u bankarskom poslovanju, Fokus, Beograd, 1990. god. str. 72.

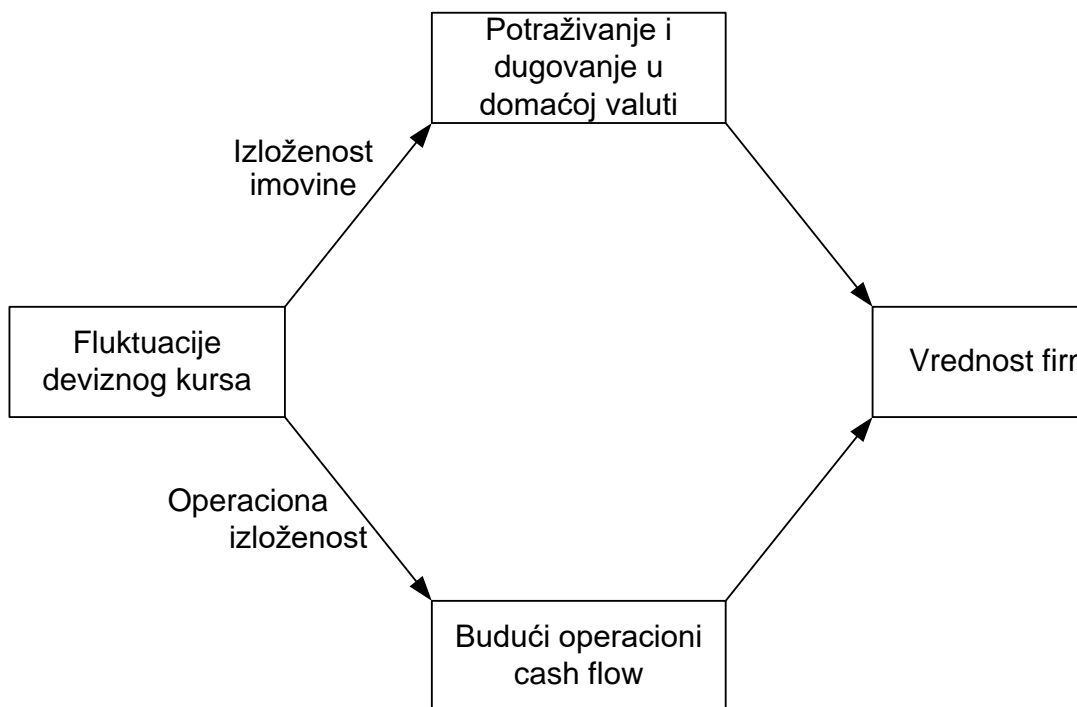
³ Mr. Periša Ivanović: Zaštita od rizika deviznog kursa – hedžing na deviznom tržištu, Acconnt, Novi Sad, 1994. god. str. 68

- 1) tehnike i instrumenti koji se koriste na deviznim novčanim tržištima,
- 2) tehnike koje proizlaze iz tehnike fakturisanja, cene, prodaje i kupovine, i
- 3) trgovinski aranžmani.

Kako poslovanje postaje sve više globalno, sve više firme smatraju neophodnim da vode računa o deviznoj izloženosti i da dizajniraju i primene odgovarajuću strategiju hedžinga. Na primer, pretpostavimo da dolar u značajnoj meri depresira prema jenu. Ove promene imaju svoje ekonomske posledice i na američke i na japanske firme. Pre svega, promene deviznog kursa mogu da utiče na konkurentnu poziciju japanskih proizvođača automobila na konkretnom američkom tržištu, jer dolazi do rasta cena u dolarskom iznosu. Sa druge strane, ove promene deviznih kurseva povećavaju konkurentnu poziciju američkih proizvođača automobila.

Promene u deviznom kursu mogu da utiču ne samo na promene u operacionom cash flow firme, odnosno na njenu konkurentnu poziciju, već takodje i na dolarsku vrednost dugovanja i potraživanja firme, ako su ona izražena u dolarima. Izloženost deviznom riziku na taj način može da se meri osetljivošću (1) buduće vrednosti imovine i dugovanja firme u domaćoj valuti i (2) operacionog cash flow u odnosu na slučajne (random) promene deviznog kursa.

Kanali ekonomske izloženosti



Izloženost imovine

$$P = a + b \times S + e$$

a je konstantna regresija

e je random greška sa sredinom 0

$E(e)$ je jednaka 0

P je S^* gde je P^* lokalna imovina izražena u lokalnoj valuti

Jasno je da jednačina dovodi do beta koeficijenta koji meri osetljivost dolarske vrednosti imovine (P) na devizni kurs.

Ako je koeficijent regresije 0, Beta je 0, vrednost dolarske imovine je nezavisna od kretanja deviznog kursa, dakle, nema izloženosti. Na bazi tog može se reći da je *izloženost koeficijent regresije*. Statistički koeficijent izloženosti beta ;

$Beta = Cov(P, S) / Var(S)$, gde je $Cov(P, S)$ kovarijansa između dolarske vrednosti imovine i deviznog kursa, a $Var(S)$ je varijansa deviznog kursa.

Na bazi jednačine regresije može da se izvrši dekomponovanje varijabiliteta imovine u dolarima (Var (P)) u dve odvojene komponente vezano za devizni kurs i rezidual Tako predstavlja deo varijabilnosti dolarske vrednosti imovine koja je vezana za random promene deviznog kursa, dok je drugi rezidualni deo varijabilnosti dolarske vrednosti koja je nezavisna od kretanja deviznih kurseva.

Posledice hedžing izloženosti

	Stanje 1	Stanje 2	Stanje 3
A Slučaj 1 ($B_i = \text{£ } 1.700$)			
Cena imovine u lokalnoj valuti (P*)	980	1,000	1,070
Devizni kurs (S)	1.40	1.50	1.60
Dolarska vrednost (P=SP*)	1,372	1,500	1,712
Posledica terminskog ugovora	170	0	-170
Dolarska vrednost hedžirane pozicije (HP)	1,542	1,500	1,542
B Slučaj 2 ($b = \text{£ } 1.000$)			
Cena imovine u lokalnoj valuti (P*)	1,000	1,000	1,000
Devizni kurs (S)	1.40	1.50	1.60
Dolarska vrednost (P=SP*)	1,40	1,500	1,600
Posledica terminskog ugovora	100	0	-100
Dolarska vrednost hedžirane pozicije (HP)	1,500	1,500	1,500
Primedba : Terminski kurs (F) je predpostavljeno da je \$ 1.50/£. Posledica terminskog ugovora je izračunata na \$ b (F – S)			

Konsekvenca hedžing izloženosti preko *terminskog ugovora* , uzmimo primer 1 u kojem firma ima koeficijent izloženosti(beta) od 1700 funti. Ako firma na termin proda 1700 funti u dolarskom iznosu firma će dobiti \$1700 (F- S) gde je F terminski, a S spot devizni kurs koji važi o dospelosti. Za svaku funtu koja je prodana na termin firma će dobiti dolarski iznos od (F –S) Terminski kurs je \$ 1,50, a spot \$ 1,40. \$ 170 = 1700(1,50 -1,40) Kako je dolarska vrednost (P) imovine \$ 1372 u primeru, dolarska vrednost hedžing pozicije (HP) će biti \$ 1542 (= \$1372+ \$170).

Fluktuiranje deviznog kursa može ozbiljno da utiče na konkurentnu poziciju firme koja radi na međunarodnom planu i na domaćem i na stranom tržištu utičući na operacioni cash flow.

Izloženost operacionom cash flow zavisi od efekata promene deviznog kursa na konkurentne pozicije firme, koja ne može jednostavno da se meri. Najznačajnije su operaciona izloženost kao izloženost imovine. Operaciona izloženost može da se definiše kao stepen do kojeg bi operacioni cash flow mogao da bude pod uticajem promena deviznog kursa.

Operaciona izloženost je determinisana 1) strukturom tržišta u kojoj firma koristi svoje inpute, kao što su rad i materijal i prodaje svoje proizvode i 2) sposobnost firme da integriše efekat promene deviznog kursa prilagodjavanjem tržištu, mixira proizvode i izvore.Generalno firma je predmet većeg stepena operacione izloženosti kada su njene cene ili trošak osetljivi na promene u deviznom kursu. Kada su troškovi i cena osetljivi ili neosetljivi na promene u deviznom kursu, firma ne mora da ima značajnu operacionu izloženost.

Ako je firma izložena deviznom riziku, važno je videti koje mogućnosti postoje u njenom menadžmentu u okviru strateškog planiranja. Ovde nije reč o kratkoročnim taktičkim potezima. Firma može da koristi sledeće strategije u upravljanju operacionom izloženošću:

- izbor proizvodnje sa niskim troškovima
- fleksibilna politika snabdevanja
- diversifikacija tržišta
- proizvodna diferencijacija i R&D napori
- finansijski hedžing
-

1) Izbor proizvodnje sa nižim troškovima

Kada je domaća valuta snažna ili se očekuje da bude snažna i dolazi do erodiranja konkurentne pozicije firme, ona može da izabere da *svoje proizvodne kapacitete locira u stranoj zemlji gde su troškovi niži ili je valuta potcenjena ili su potceni faktori proizvodnje*. Svojevremeno su japanski proizvođači automobila Toyota i Nissan prebacili proizvodnju u SAD, sa ciljem da izbegnu negativne efekte jakog prema USD \$ japanskog jena. Daimler Benz i BMW su iz istih razloga prebacili proizvodnju u SAD.

Firma može da se opredeli da proizvodnju locira u više država kako bi se borila sa deviznim kursom. Nissan ima proizvodnju u SAD i Meksiku, kao i u Japanu. Proizvodnja u više zemalja omogućava Nissanu da izabere da poveća proizvodnju u SAD, a posebno u Meksiku da bi zadovoljio američko tržište. Tako je Nissan reagovao tokom snažne aprecijacije jena prema dolaru poslednjih godina.

2) Fleksibilna politika nabavki

Čak i kada firma proizvodi samo u domaćoj zemlji, ona može u značajnoj meri da smanji efekat promene deviznog kursa *snabdevanjem inputima od snabdevača gde su oni jeftiniji*. Ranih 80-tih godina američka valuta je bila veoma snažna u odnosu na sve vodeće valute. Multinacionalne kompanije SAD su tada kupovale materijal i komponente od jeftinijih stranih snabdevača. Cilj je bio da sačuvaju konkurentsku poziciju u uslovima jačanja američke valute. Suočene sa jakim jenom, mnoge japanske firme su poslednjih godina pristupile istoj strategiji. Poznato je da japanski proizvođači, posebno u automobilskoj i elektronskoj industriji u velikoj meri zavise od delova i drugih inputa iz zemalja sa niskom cenom kao što su Tajland, Malezija i Kina. Firma može da posegne i za jeftinijom radnom snagom u inostranstvu. Na primer poznato je da Japan Airways iznajmljuje strane posade da bi bila konkurentna na međunarodnim destinacijama kada je jen snažan.

3) Diversifikacija tržišta

Jedan od načina da se suoči sa ekonomskom izloženoću je diversifikacija tržišta za proizvode firme. Pretpostavimo da GE prodaje motore Meksiku i Nemačkoj. Smanjene prodaje u Meksiku zbog aprecijacije dolara prema pezo mogu da budu kopenzirane povećanim prodajama u Nemačkoj zahvaljujući deprecijaciji dolara prema euro. Cash flow GE će na ovaj način biti stabilniji nego da proizvode

proizvodi samo u jednoj zemlji. Sve dok se devizni kurs kreće u istom smeru, firma može da stabilizuje operacioni cash flow diverzifikacijom izvoznog tržišta.

4) R&D i različitost proizvodnje

Investiranje u R&D aktivnosti može firmi da omogući da zadrži i ojača svoju konkurentnu poziciju pred različitim kretanjima deviznog kursa. Uspešni R&D naponi omogućavaju firmi da *smanji troškove i poveća produktivnost*. R&D može da dovede do novih ili jedinstvenih proizvoda za koje konkurenti ne mogu da nadju supstitut.

Volvo predstavlja dobar primer. Firma je mnogo investirala u sigurnost automobila i stekla je vremenom reputaciju proizvođača sigurnih kola. *Makretinška poruka je bila « Volvo za život»*

5) Finansijski hedžing

Finansijski hedžing može da se koristi za stabilizovanje cash flow firme. Firma može da pozajmi ili da da u zajam devize na dugi rok. Firma može da koristi valutni terminski ugovor ili opciju ili roll over ugovore ako je neophodno.

2.6.Struktura i cena međunarodnog kapitala

Mnoge firme u svetu su počele da internacionalizuju svoju strukturu kapitala povlačenjem sredstava iz stranih i domaćih izvora. Kao posledica toga je da su korporacije postale *multinacionalne* ne samo po geografskoj distribuciji poslovanja, već i po njihovoj strukturi kapitala.

Da je međunarodno finansijsko tržište u potpunosti integrirano bilo bi irelevantno iz kojih izvora se povlače sredstva, jer bi se troškovi kapitala ujednačili među zemljama. Sa druge strane, da su tržišta manje ili više integrirana, firme bi mogle da budu u stanju da kreiraju vrednost za svoje akcionare emitovanjem akcija na domaćem i stranim tržištima.

Cena kapitala je minimum prinosa koji investicioni projekat treba da generira da bi se platili troškovi finansiranja. Ako je investicija za projekat jednaka ceni kapitala, projekat neće uticati na vrednost firme. Ako firme identifikuje i pristupi investicionom projektu koji generira prinos koji prelazi cenu kapitala, vrednost firme će se povećati.

Ako firma ima dug i imovinu u strukturi kapitala, troškovi finansiranja se može predstaviti *ponderisanim prosekom cene kapitala*. To se izračunava :

$$K = (1 - \lambda)K_1 + \lambda(1 - \tau)$$

K = prosečna ponderisana cena kapitala

K_1 = cena kapitala za leveridž firmu

i = cena kapitala pre plaćanja poreza (pozajmljivanje)

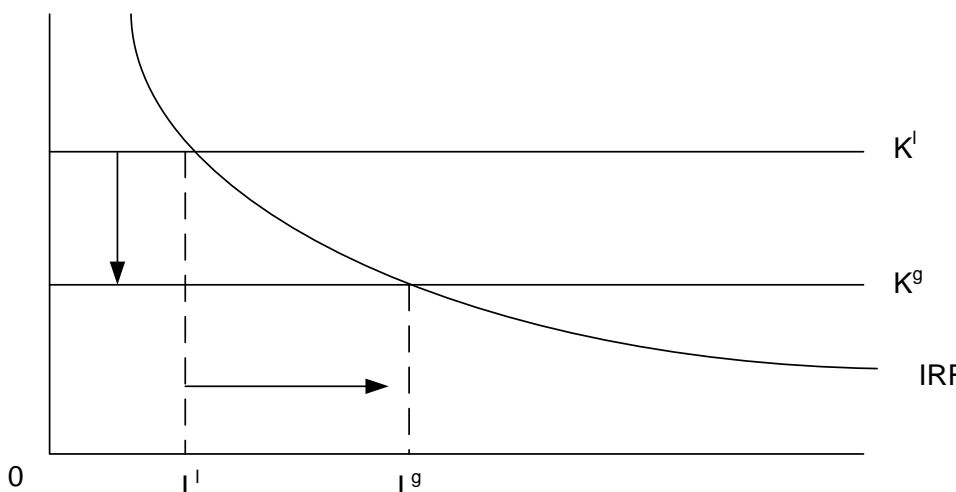
τ = marginalna poreska stopa na prihod

λ = ratio duga prema ukupnoj tržišnoj vrednosti

Generalno K i i povećavaju udeo duga u strukturi kapitala. U optimalnoj kombinaciji finansiranja dugom i imovinom, prosečna ponderisana cena kapitala će biti najniža (K). Firme mogu da budu podsticane da koriste dug za finansiranje da bi koristile poresko smanjenje na kamatna plaćanja. Većina zemalja predviđa poreska oslobodjenja za kamatna plaćanja. Medjutim, veliki dug može da firmu dovede do bankrotstva. Pronalaženje ravnoteže izmedju prednosti duga i potencijalnih troškova bankrotstva bi trebalo da bude faktor koji određuje optimalnu strukturu kapitala.

Izbor optimalne strukture kapitala je značajan jer ako firma želi da maksimizira bogatstvo akcionara ona će finansirati nove kapitalne izdatke do tačke kada marginalni prinos na zadnje investiran iznos bude jednak ponderisanoj marginalnoj ceni kapitala zadnjeg investiranog iznosa novog finansiranja. Konsekventno, za firmu koja je suočena sa fiksnim otplatama mogućih novih investicija, svaka politika koja dovodi do smanjenja cene kapitla firme će uticati na povećanje profitabilnih kapitalnih investicija koje firma preduzima i na povećanje bogatstva akcionara. Internacionalizacija cene kapitala firme je jedna takva politika.

Investiciona odluka firme i cena kapitala se mogu predstaviti:



k_l i k_g predstavljaju cenu kapitala lokalne i medjunarodne strukture kapitala. IRR je interna stopa prinosa na projekat. I_l i I_g predstavljaju iznos investicija pod jednom i pod drugom alternativom.

Grafikon pokazuje maksimiranje vrednosti firme koja želi da udje u nov projekat sve dok IRR za projekat prelazi cenu kapitala firme. Kada se svi investicioni projekti uzmu u obzir i rangiraju prema IRR, firma će imati IRR u padu. Optimalna struktura cene kapitala će biti određena u tački gde IRR seče cenu kapitala.

Uzmimo da firma smanji cenu kapitala sa K_l prema lokalnoj strukturi kapitala na K_g prema medjunarodnoj strukturi kapitala. Kao što grafikon pokazuje firma može da poveća svoju profitabilnu investiciju sa I_l na I_g , doprinoseći istovremeno i porastu vrednosti firme ne putem investiranja u nove projekte, već preko revaluacije cash flow od postojećih projekata.

Najveća teškoća u izračunavanju cene kapitala (k) firme je vezana za cenu akcija firme u koju se želi da investira. Prinos se često procenjuje korišćenjem CAPM CAPM ocenjuje da ravnotežni očekivani prinos na stok (ili bilo koju hartiju) predstavlja linearnu funkciju sistematskog rizika koji je inherentan za hartiju.

Po CAPM određena očekivana stopa prinosa za hartiju je :

$$\bar{R}_i = R_f + (\bar{R}_M - R_f)\beta_i$$

gde je R_f risk free stopa na prinos i R_m očekivani prinos na tržišni portfolio. Beta je mera sistematskog rizika inherentna za hartiju i. Što je veći tržišni rizik, veća je zahtevana stopa prinosa.

Pretpostavimo da su međunarodna finansijska tržišta segmentirana ,tako da investitori mogu da diversifikuju samo na domaćem tržištu. U tom slučaju tržišni portfolio (M) CAPM formuli bi predstavljao domaći tržišni portfolio, koji je uvek blizak S&P500 kada je reč na primer o SAD.*Relevantna mera rizika u proceni akcija će biti beta prema domaćem portofoliju.* Na segmentiranom tržištu kapitala će postojati različite cene među zemljama i postojaće različiti sistematski rizici za investitore iz različitih zemalja.

Sada pretpstavmo da su međunarodna finansijska tržišta u potpunosti integrisana i da su shodno tome investitori u mogućnosti da diversifikuju na međunarodnom planu.U tom će slučaju u CAPM formuli će« svetski « tržišni portfolio obuhvatati sve hartije u svetu. Relevantna mera rizika bi tada bila beta merena prema portfolio svetskog tržišta.U integrisanim međunarodnim tržištima isti budući cash flow će svuda biti ocenjivan na isti način.Investitori bi mogli da traže prosek niže očekivane stope prinosa na hartije u integraciji nego na one u segmentaciji, jer hartije mogu bolje da diversifikuju na integrisanom tržištu.

Integracija ili segmentacija međunarodnih finansijskih tržišta imaju veliki uticaj u determinisanju cene kapitala. Empirijska iskustva su pak manje jasna. Istraživanja pokazuju da međunarodna finansijska tržišta nisu mnogo segmentirana, ali i da nisu mnogo integrisana.

Na perfektnom tržištu kapitala, za firme može da bude od značaja marža i da li li će sredstva povlačiti na domaćem ili na međunarodnom tržištu. Kada su tržišta imperfektna, međunarodno finansiranje može da smanji cenu kapitala firme. Firme koje posluju na malom, segmentiranom domaćem tržištu kapitala mogu da imaju pristup novim tržištima i da smanje cenu kapitala listiranjem svog stoka na velikom, likvidnom tržištu kapitala, kao što su na primer Njujork ili London.

Prekogranično listiranje

Firme mogu da ostvare korist ako čine prekogranično listiranje. Prekogranično listiranje je postalo veoma popularno među velikim firmama. Velike korporacije se listiraju na berzama SAD i Velike Britanije koje su najpopularnije za ova listiranja, verovatno zbog *dubine* i *kredibiliteta* koje ova tržišta uživaju. Druge berze su u Francuskoj, Nemačkoj, Luksemburgu, Holandiji i Švajcarskoj koje svaka ima preko 100 stranih stokova. Uočava se da firme «vole» *tržišta suseda*. Od 266 kanadskih listiranih stokova, 211 ih je listirano na američkoj berzi. Novi Zeland listira u Australiji i obrnuto. Belgijske firme listiraju u Holandiji i vice versa.

Generalno kompanije mogu da imaju koristi od prekograničnog listiranja svojih akcija

- Kompanija na ovaj način može da proširi svoju potencijalnu investicionu bazu, što će dovesti do većih cena akcija i niže cene kapitala;
- Prekogranično listiranje kreira sekundarno tržište za akcije kompanija što olakšava mobilizaciju novog kapitala sa stranih tržišta.
- Prekogranično listiranje može da poveća likvidnost stoka kompanije.
- Prekogranično listiranje povećava značaj kompanije i njenih proizvoda na stranim tržištima.
- Prekogranično listirane akcije mogu da se koriste kao «valute preuzimanja» za preuzimanje stranih kompanija.
- Prekogranično listiranje može da popravi korporativno upravljanje kompanije i transparentnost.

Poslednji zaključak zahteva detaljnija objašnjenja. Uzmimo da je kompanija domicilirana u zemlji gde prava akcionara nisu dobro zaštićena. Ako kompanija izvrši prekogranično listiranje na NYSE ili LSE ili na drugim berzama koje imaju jasne zahteva zatvaranja i listiranja, akcije koje su sa većinskim udelom ne bi mogle da resurse usmeravaju u privatnu korist. Međutim, kompanije koje se listiraju u Njujorku (NYSE) studije su pokazale da su vednovane za 17% više u proseku u odnosu na one koje to nisu što je posledica uverenja investitora da kompanija ima bolje korporativno upravljanje.

Druga istraživanja su pokazala da firme koje su listirane u SAD imaju bolju analitičku pokrivenost i veći kvalitet projekcija budućeg prihoda u odnosu na one koje nisu listirane. Pod istim uslovima te firme imaju i veću vrednost. Ove studije, kao i druge sugerišu zaključak da generalno uzev ove firme imaju više troškove kapitala.

Uprkos potencijalnim koristima, ne može svaka firma da se prekogranično listira:

- može da bude veoma skupo zatvaranje i ispunjenje zahteva listiranja koja su postavljena na stranim berzama i od strane regulatornih tela.
- kada se stokovima trguje na stranim tržištima, povećava se volatilitnost cena
- kada kompanija nudi akcije strancima, oni mogu steći kontrolni interes i da ugroze domaću kontrolu kompanija.

Prema istraživanjima zahtevi za zatvaranjem mogu da predstavljaju najveću barijeru za listiranje u inostranstvu, Računovodstvena pravila u SAD na primer predstavljaju najveću barijeru za listiranje na američkim berzama.

U veoma opširnom prikazu akademske literature o korporativnim odlukama za prekogranično listiranje akcija, Karoloy (1996) je između ostalog došao do sledećeg: 1) da cene akcija pozitivno deluju na prekogranično listiranje, 2) da ukupni volumen post listing trgovanja u proseku povećava i u mnogim slučajevima dolazi do porasta trgovine na domaćem tržištu, 3) ukupno se povećava likvidnost trgovanja akcijama, 4) stok izloženosti riziku na domaćem tržištu se značajno smanjuje i vezana je sa malim porastom globalnog tržišnog rizika, 5) prekogranično listiranje rezultira u neto smanjenju cene imovine kapitala u proseku za 114 bazičnih poena i 6) stroga pravila obelodanjivanja predstavljaju najveće ograničenje za prekogranično listiranje.

Efekte ograničenja vlasništva akcija

Ako su firme podsticane da internalizuju svoju vlasničku strukturu da bi smanjile cenu kapitala i povećale tržišnu vrednost, one mogu da budu zabrinute da će doći do mogućeg gubitka korporativne kontrole. Zbog toga vlade razvijenih zemalja i zemalja u razvoju često postavljaju procentualna ograničenja stranog vlasništva u lokalnim firmama. U Meksiku i na Tajlandu stranci mogu da kupe do 49% akcija lokalne firme. Ove zemlje žele da se obezbede da stranci ne steknu

većinsko vlasništvo. Francuska i Švedska propisuju još veće ograničenja do 20%, u Koreji je strano vlasništvo ograničeno na najviše 20% ukupnog vlasništva.

U Švajcarskoj firma može da emituje dve vrste akcija, bearer akcije i registrovane akcije. Strancima je omogućeno da kupe bearer akcije. To su akcije kod kojih se vlasništvo dokazuje državinom. Kineske firme emituju A i B akcije i stranci mogu da drže samo B akcije.

Restrikcije stranog vlasništva u nekim zemljama :

Zemlja	Restrikcije vlasništva za strance
Australija	10 % banke, 20 % emitovanje (radio, tv) i 50 % u novi venture u rudarstvu
Kanada	20 % emitovanje (radio, tv) i 25 % u bankarske i osiguravajuće kompanije
Kina	Strancima su zabranjene B akcije ; lokalni mogu da imaju A akcije
Francuska	Limitirano do 20 %
Indija	Limitirano do 49 %
Indonezija	Limitirano do 49 %
Meksiko	Limitirano do 49 %
Japan	Maksimum 25-50 % za nekoliko vodećih firmi; preuzimanje preko 10 % pojedinačne firme zahteva dozvolu ministarstva finansija
Koreja	Limitirano do 20 %
Malezija	20 % u bankama i 30 % nad prirodnim izvorima
Norveška	0 % u industriji hartije i rudarstvu, 20 % banke, 20 % u industrijske akcije i u akcije naftne industrije
Španija	0 % u odbrani i mass medije. Ograničena do 50 % za druge firme
Švedska	20 % akcija sa pravom glasa i 40 % vlasništva akcija

Švajcarska	Strancima mogu da budu zabranjene bearer akcije
Velika Britanija	Vlada zadržava pravo veta pri bilo kom preuzimanju britanskih firmi

Ove restrikcije su postavljene da se strancima ne bi dala mogućnost kontrole nad lokalnom firmom, pogotovo ne nad onim firmama koje se smatraju da su od suštinskog interesa za nacionalne interese.

Zbog ovih razlika u vlasništvu moguće je da dodje do dualnih cena akcija tzv *pricing to market* (PTM) fenomena zbog zakonskih ograničenja koja se u pojedinim zemljama postavljaju za strance.

2.6.1.Međunarodno budžetiranje kapitala

Generalno prihvaćena metodologija u modernim finansijama pri budžetiranju kapitala je metod neto sadašnje vrednosti (NPV)putem diskontovanja cash flow. Jednačina NPV je

$$NPV = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+K)^t} + \frac{TV_T}{(1+K)^T} - C_0$$

CF_t je očekivani cash flow posle plaćanja poreza za godinu t

TV_T je očekivana termnalna vrednost posle poreza

C_0 je inicijalna investicija

K je ponderisana prosečna cena kapitala

T je ekonomski život projekta u godinama

NPV kapitalnog projekta je sadašnja vrednost svih cash flows, uključiv one na kraju života projekta umanjenu za vrednost svih cash outflows. *Pravilo je da se projekat prihvata ako je NPV veća od ili jednaka nuli odnosno da se odbacuje ako je NPV manja od nule.*

Interna stopa prinosa, pay back metod i indeks profitabilnosti predstavljaju dodatne tri metode. Ipak se NPV smatra superiornom metodom u vednovanju projekata.

Prevodjenje NPV u *adjusted present value (APV)*

$$\text{NPV} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{OCF}_t(1-\tau)}{(1+K)^t} + \sum_{t=1}^T \frac{\tau D_t}{(1+K)^2} + \frac{\text{TV}_T}{(1+K)^T} - C_0$$

Prevodjenje ove metode podrazumeva da se svaki izvor vednosti pojedinačno razmatra. Kod APV metoda svaki cash flow se diskontuje po diskontnoj stopi koji je konzistentan riziku koji postoji za dati tok cash flow.

APV model je koristan za domaće firme koje analiziraju troškove kapitala. Ako je APV veći ili jednak nuli projekat se prihvata, a ako je APV manji od nule on se odbacuje. Ovaj metod nije koristan za MTK koje analiziraju strane troškove kapitala jednog od ogranaka, sa stanovišta ogranka ili sa stanovišta firme roditelja. Moguće je da sa stanovišta ogranka APV bude pozitivan, a sa stanovišta firme roditelja negativan. Stoga je za MTK preporučljiv Donald Lessardov model koji je taj autor izradio 1985.

2.7. Međunarodno poresko okruženje

Poreska neutralnost predstavlja osnovni princip ekonomske efikasnosti i imovine: Neutralnost u ovom smislu podrazumeva porez koji efektivno povećava prihode vlade, a sa druge strane ne utiče negativno na proces poslovnog odlučivanja poreskih obveznika. To znači da je dobar porez onaj koji je efikasan u povećanju poreskog prihoda za vladu ali koji istovremeno ne sprečava da se u cilju ostvarenje što većeg prinosa sredstva alociraju na najbolji način. Kapitalno izvozna neutralnost se bazira na svetskoj efikasnosti-

Drugi kriterij neutralnosti je *nacionalna neutralnost*. To znači da je oprezovani prihod oporezovan na isti način nezavisno od toga gde je ostvaren. U teoriji, nacionalna poreska neutralnost je preporučljiv cilj, jer je baziran na principu jednakosti. U praksi je to veoma teško primeniti.

Treći kriterij neutralnosti je *kapitalno -uvozna neutralnost*. Da bi se ilustrovao ovaj princip treba reći da on podrazumeva poresku obavezu koju zemlja domaćin nameće stranom ogranku MTK i ona bi trebalo da bude ista nezavisno od zemlje u kojoj je MTK inkorporirana i koja je ista kao i za domaću firmu. Koncept kapitalno-uvozne neutralnosti, kao i nacionalne neutralnosti se bazira na principu jednakosti i njegova primena obezbeđuje kompetativna pravila igre za sve učesnike na jednom tržištu, bar kada se radi o porezima. Ova tri kriterija poreske neutralnosti nisu uvek međusobno konzistentni.

Vodeći princip *poreske jednakosti* je da u sličnim situacijama poreski obveznici treba da učestvuju u troškovima države prema istim pravilima. Operativno to znači da se bez obzira na zemlju odakle je ogranak MTK koji ostvaruje oporezovani prihod, primenjuje ista poreska stopa i ista poreska obaveza. Dolar ostvaren u stranoj filijali MTK je oporezovan na isti način kao i dolar ostvaren u domaćoj filijali. Princip poreske jednakosti je teško primenljiv.

Tipovi oporezivanja

-*Porez na prihod* Mnoge zemlje u svetu značajan deo poreskog prihoda ostvaruju propisivanjem poreza na *lični i korporativni prihod*. Porez može da bude propisan u vidu *direktnog poreza*. To je porez koji poreski obveznik plaća odmah na *odredjeni* nivo prihoda. Porez se odnosi na *aktivan prihod*, tj prihod koji proizilazi iz proizvodnje firme ili pojedinca ili na usluge koje pruža.

-*PriceWaterhouseCooper* izdaje godišnji Corporate Taxes: Worlwide Summaries za 113 zemalja. Poreske stope variraju od 0 u zemljama *poreskog raja* kao što su Bahrein, Bermuda, Britanska Devičanska ostrva i Kajmanska ostrva, pa do 40% u drugim zemljama.

-*Witholding tax* je iznos poreza koji se plaća na *pasivni prihod* koji pojedinci ili korporacije jedne zemlje ostvare u zemlji druge jurisdikcije. *Pasivni prihod* uključuje dividende i prihod od kamata, prihod od patenata, copyrights i autorska prava (royalties) koje su isplaćeni poreskom obvezniku. Witholding porez je indirektan porez odnosno porez koji nastaje za poreskog obveznika koji nije direktno generirao prihod koji služi kao osnov za poresku obavezu. Withholding porez obezbedjuju lokalne poreske vlasti u okviru njihove poreske jurisdikcije.

Mnoge zemlje imaju *poreske sporazume* jedna sa drugom, specificirajući withholding poreske stope koje se primenjuju za različite tipove pasivnog prihoda. Poreske stope na ovaj način ugovorene su bilateralne poreske stope. *Porez na dodatnu vrednost (VAT)* je indirektni nacionalni porez koji se plaća na proizvodnju robe (ili usluga) kako se ona kreće kroz različite faze proizvodnje.

Postoji nekoliko načina u primeni VAT:

VAT

Stepen proizvodnje	Prodajna cena	Dodatna vrednost	VAT
1	€100	€100	€15
2	€300	€200	€30
3	€380	€80	€12
			Ukupan VAT €57

U EU VAT nije u svim zemljama isti što je posledica odsustva poreske harmonizacije protiv koje su mnoge zemlje u uniji.

Nacionalno poresko okruženje

Svetski ili rezidencijalni metod je oporezivanje nacionalnog rezidenta u zemlji za njegov svetski prihod, nezavisno od toga gde je ostvaren. MTK sa mnogo stranih filijala su oprezovane u zemlji na prihod koji je ostvaren u domaćoj zemlji i u inostranstvu. Jasno je da ako domaća zemlja stranog ogranka MTK takodje oporezuje prihod ostvaren u okviru nacionalnih granica, postoji mogućnost *dvostrukog oporezivanja*.

Teritorijalni ili izvorni metod određivanja poreske jedinice je takodje oporezivanje ukupnog prihoda ostvarenog unutar zemlje bilo od domaćeg bilo od stranog poreskog obveznika. Nezavisno od nacionalnosti poreskog obveznika, ako je prihod ostvaren u okviru nacionalnih granica, oporezovan je u toj zemlji. Prema tom metodu, zemlja objavljuje svoju nacionalnu jurisdikciju.

Strani poreski krediti Tipičan pristup za izbegavanje dvostrukog oporezivanja je da se ne oporezuju strani prihodi domaćih rezidenata. Alternativni metod je da se firmi roditelju odobri strani poreski kredit ako je porez plaćen stranim poreskim vlastima ili prihod koji je stranog porekla. Generalno, strani poreski krediti se dele na *direkte i indirektne*.

Direktni strani poreski kredit se računa na direkne poreze koji su plaćeni na aktivni prihod stranih ogranaka ili na *indirektne withholding poreze* povučene iz pasivnog prihoda distribuiranog od strane inostranog ogranka firmi roditelju.

Poreski raj

Zemlja poreskog raja je ona koja ima niske poreske stope korporacija i niske withholding stope na pasivni prihod. Među najznačajnijim zemljama poreskog raja su Bahami, Bahreini, Bermuda, Britanska Devičanska ostrva (Džersi i Gernsej), Hong Kong i ostrovo Man. Pored toga, u Hong Kongu i Panami, prihod iz stranih izvora je izuzet od poreza. U Irskoj i na Holandskim Antilima specijalne poreske olakšice ili poreska oslobodjenja su data za poslove koji ostvaruju prihod u čvrstim devizama i razvijaju izvozna tržišta. U Puerto Rico, izvesnim poslovima su propisane snižene poreske stope (flat) na prihod od 7% primenljivo na prihod industrijskog razvoja, koji kasnije može da se smanji na 0%. U Lihtenštajnu i u mnogim instancama u Švajcarskoj, holding kompanije su izuzete od izvesnih poreza na prihod.

2.8. Medjunarodni cash menadžment

Menadžment medjunarodnih cash bilans

Menadžment gotovine se odnosi na investicije koje firma ima u transakcionim bilansima za pokrivanje predvidjenih odliva sredstava tokom perioda budžetiranja i držanja sredstava u cash budžetima iz opreza. Oprezni cash bilans je potreban u slučaju da je firma podcenila neophodne iznose sredstava za pokrivanje transakcija, Dobar cash menadžment podrazumeva da je firma investirala sredstva po najboljoj stopi, a pozajmila po najnižoj stopi onda kada se povremeno nadje u teškoćama sa gotovinom. Upravljanje gotovinom je isto bez obzira da li firma posluje samo na domaćem i / ili medjunarodnom tržištu.

Centralizovani cash menadžment

Sa centralizovanim cash depozitarom višak gotovine se prenosi u centralni gotovinski pul. Centralni cash menadžer aranžira pokrivanje u gotovini, jer on ima viziju priliva i odliva. Shodno tome postoje manji izgledi za pogrešne alokacije sredstava i postoje manji izgledi da će ta sredstva biti denominovana u pogrešnu valutu. Zbog njegovog globalnog pogleda, centralni cash menadžer će znati najbolju cenu za pozajmice i najbolji prinos na investicije. Centralizovani sistem olakšava mobilizaciju sredstava. U odsustvu centralizovanog gotovinskog depozitara lokalna filijala bi mogla da pristupi pozajmicama po višoj ceni ili da višak sredstava investira po nepovoljnoj stopi.

Dodatna korist od centralizovanog cash depozitara je da MTK investicije u obaveznim cash bilansima mogu da budu bitno smanjene bez opasnosti da će se doći u situaciju da neće moći da se pokriju neočekivani troškovi. Da bi se videlo kako se to čini uzмимо priliv i odliv za svaku filijalu firme T koji se očekuje da će se ostvariti iz odnosa sa trećim stranama. Pretpostavimo, radi jednostavnosti, da svaka filijala izvrši plaćanje trećoj strani pre nego dodje do očekivanog priliva iz eksternih izvora.

Firma iz predostrožnosti drži izvesna sredstva u vidu cash bilansa, kako bi bila u stanju da pokrije neočekivane izdatke tokom budžetiranog perioda. Iznos bilansa zavisi od toga koliko firma želi da bude bezbedna da pokrije očekivane transakcije za planirani period. U centralizovanom sistemu cash menadžmenta, svaka firma bi mogla da drži svoje transakcione bilanse i cash iz obazrivosti.

Sledeći primer pokazuje ukupni cash koji se drži za transakcije i cash iz obazrivosti za svaku filijalu i za firmu N.

Filijale	Očekivane transakcije (a)	Standardna devijacija (b)	Očekivane potrebe + predostrožnost (a + 3b)
SAD	\$ 120.000	\$ 50.000	\$ 270.000
Kanada	165.000	70.000	375.000
Nemačka	50.000	20.000	110.000
Velika Britanija	155.000	65.000	350.000
Ukupno	\$490.000		\$1,105.000

Sistem cash menadžmenta u praksi

Multilateralni netting je efikasan i cenovno efektivan mehanizam za upravljanje deviznim transakcijama među filijalama. Međutim, sve zemlje ne dozvoljavaju MTK slobodu da vrše netting. Mnoge zemlje propisuju da transakcije treba da se izvršavaju na bruto osnovi. Tako svi prilivi za period izvršenja treba da se grupišu u jedan veliki priliv i sva plaćanja u jedno veliko plaćanje. Razlog da se zahteva bruto izmirenje je upravo suprotno razlozima zbog kojih MTK žele neto. Limitiranjem nettinga se obezbeđuje da značajan deo deviznih transakcija ide preko lokalnih banaka, čime se generira i njihov prihod.

Najčešće navodjene koristi sistema multilateralnog nettinga:

- smanjenje izdataka koji proizilaze iz transfera fondova, koji u nekim slučajevima mogu da budu i preko \$ 1000 za veliki devizni multilateralni transfer;
- skraćenje u interkompanijskim tokovima, koji iznose često oko 5 dana, čak i za telegrafska plaćanja;
- štednja vremena administracije;
- koristi koje nastaju zbog uspostavljanja informacionog sistema koji služi kao osnova za centralno upravljanje izloženosti transakcija i investiranja viškova sredstava.

Transferne cene i vezani poslovi

U okviru velikih firmi sa brojnim odeljenjima, roba i usluge se često transferišu sa jednog na drugo odeljenje. Proces dovodi do pitanja *transfernih cena*. Razume se da ako su više transferne cene veći će biti profit transfernog odeljenja u odnosu na ono na koje se ne transferiše.

Strategija niskih prema visokim transfernim cenama između filijala sa istom stopom poreza na imovinu.

	Filijala proizvodjač	Filijala prodavac	Konsolidovana kompanija
<i>Pozitiva niskog cilja</i>			
Prihod od prodaja	\$ 2.000	\$ 3.000	\$ 3.000
Trošak prodane robe	<u>1.500</u>	<u>2.000</u>	<u>1.500</u>
Bruto profit	500	1.000	1.500
Operativni troškovi	<u>200</u>	<u>200</u>	<u>400</u>
Oporezovani prihod	300	800	1.100
Poreska stopa (40 %)	<u>120</u>	<u>320</u>	<u>440</u>
Neto prihod	180	480	660
<i>Politika visokog cilja</i>			
Prihod od prodaje	\$ 2.400	\$ 3.000	\$ 3.000
Trošak prodane robe	<u>1.500</u>	<u>2.400</u>	<u>1.500</u>
Bruto profit	900	600	1.500

Operativni troškovi	<u>200</u>	<u>200</u>	<u>400</u>
Oporezovani prihod	700	400	1.100
Poreska stopa (40 %)	<u>280</u>	<u>160</u>	<u>440</u>
Neto prihod	420	240	660

Devizne restrikcije

Finansijski menadžer je postavio pitanje da li je za Intel indiferentno da li će se opredeliti za nisko ili visoko ciljnu politiku kada su konsolidovani bilansi identični? Medjutim, rezonuje, da ako zemlja distributer nameće izvesna ograničenja limitiranjem ili blokiranjem izvoza, profit koji može da se repatriira na proizvođača roditelja ne bi bilo isto za koju će politiku da se opredeli. Izvesno je da bi preferirao višu ciljnu politiku. Prema ovoj tabeli viša dozvoljava \$240 dolara po jedinici da bude repatriirano firmi roditelju, dok bi u drugoj opciji bila blokirana.

Finansijski menadžer ocenjuje da je niska ciljna politika lošija sa stanovišta zemlje domaćina. Ako filijala na koju se transferiše pokriva promenu sredstava do koje je došlo promenom sa nisko na visoko ciljnu politiku, devizna kontrola bi delom bila premoštena i postojao bi gubitak u porezu na prihod u zemlji domaćinu. Finansijski menadžer je zatim odlučio da razmotri razlike u porezu na prihod u dve zemlje.

Drugi korak je sačinjavanje tabele koja ispituje nisko prema visoko ciljnoj politici gde je poreska stopa u zemlji u kojoj dolazi do transfera 25% ili 15% manje od marginalne poreske stope od 40% u zemlji koja prima.

Strategija niskih prema visokim transfernim cenama izmedju filijala u razlicitim porezima na prihod:

	Filijala proizvodjac	Filijala prodavac	Konsolidovana kompanija
<i>Pozitiva niskog cilja</i>			
Prihod od prodaja	\$ 2.000	\$ 3.000	\$ 3.000
Trosak prodate robe	<u>1.500</u>	<u>2.000</u>	<u>1.500</u>
Bruto profit	500	1.000	1.500
Operativni troškovi	<u>200</u>	<u>200</u>	<u>400</u>
Oporezovani prihod	300	800	1.100
Poreska stopa (25% / 40 %)	<u>75</u>	<u>320</u>	<u>395</u>
Neto prihod	225	480	705
<i>Politika visokog cilja</i>			
Prihod od prodaje	\$ 2.400	\$ 3.000	\$ 3.000
Trosak prodate robe	<u>1.500</u>	<u>2.400</u>	<u>1.500</u>
Bruto profit	900	600	1.500
Operativni troškovi	<u>200</u>	<u>200</u>	<u>400</u>
Oporezovani	700	400	1.100

prihod			
Poreska stopa	<u>175</u>	<u>160</u>	<u>335</u>
(25% / 40 %)			
Neto prihod	525	240	765

Finansijski menadžer vidi da je konsolidovani oporezovani prihod \$ 1100 u slučaju obe politike. Mintel neće dugo biti indiferentan ako postoji razlike u poreskim stopama na prihod. U odsustvu vladinih ograničenja prema transfernim cenama, MTK će preferirati visoko ciljnu politiku kada je poreska stopa u zemlji firme roditelja manja od poreske stope na prihod u zemlji koja prima. Konsolidovani neto prihod bi bio $\$60(=2000-2400) \times (0,25 -0,40)$ veći po jedinici oporezovanog prihoda koji je prebačen sa zemlje primaoca na zemlju transfera, gde je oporezovan sa stopom od 15%. Prema tome, porez na konsolidovani bilans bi pao sa \$ 395 na \$ 335 po jedinici.

Ako je poreska stopa niža u zemlji primaocu, nije jasno da li bi valjalo prihvatiti politiku sa nižim ciljem.

Politika niskog cilja bi rezultirala u poreskoj uštedi i omogućila bi da više sredstava ostane za reinvestiranje. Međutim, to bi bio samo privremeni razlog finansijskog menadžera. Na izvesnoj tački, investicione mogućnosti bi bile ispljene i firma roditelj i njeni akcionari bi želeli izvestan prinos od učinjenih investicija, a to znači *repatrijaciju*.

Regulacija koja utiče na transferne cene

Finansijski menadžer veruje da su vlasti u zemlji domaćinu potpuno svesne motiva MTK da koriste sheme transfernih cena *u cilju pokretanja blokiranih sredstava i evazije poreskih obaveza*. Posle izvesnih istraživanja on shvata da većina zemalja ima regulativu koja kontroliše transferne cene.

OECD je donela Development Model Tax Convention koja je postavila iste metode kao što je propisao američki International Revenue Service (IRS) To su tri metode. Metod koji se smatra najboljim je korišćenje *uporedive nekontrolisane cene(comparable uncontrolled price)* između nezvanih firmi. Dok taj metod izgleda da je razuman i teorijski zdrav, teško ga je primeniti u praksi, jer mnogi faktori utiču na cenu robe i usluga između dve firme. Kodeks

omogućava izvesna prilagodjavanja zbog razlika o uslovima prodaje, prodate količine, razlike u kvalitetu i vreme prodaje su faktori koji realno mogu da utiču na cene medju različitim potrošačima. Tako ono što predstavlja razumnu cenu za jednog potrošača, nije za drugog.

Drugi dobar metod je *pristup preprodajne cene (resale price)*, koja može da se koristi ako nema mogućnost korišćenja uporednih nekontrolisanih cena. Po tom metodu cena po kojoj je preprodana putem distribucije filijale se smanjuje za iznos dovoljan za pokrivanje novih troškova i ostvari razuman profit. Medjutim, može da bude teškoća u odredjivanju dodatne vrednosti filijale distributera.

Treći metod je *cost plus pristup* gde se odgovarajućem profitu dodaje trošak filijale. Ovaj metod podrazumeva da su troškovi proizvodnje jasno merljivi. Pored toga grupa metoda koje se kolektivno odnose na četvrtu kada se primenjuje *arm s length cena*, kada tri metode nisu primenljive.

Četvrta metoda uključje one bazirane na ekonomskoj i finansijskoj i ekonometrijskoj tehnici. Uporedni metod nekontrolisanih cena i četvrti se koriste za odredjivanje *arm s length* transferne cene za nematerijalnu imovinu (*intangible assets*), dok se tržišne metode koriste za usluge koje imaju cene. (*pricing services*)

Uvozne dažbine

Posle razmatranja finansijski menadžer zaključuje da su uvozne dažbine drugi faktor koji treba da bude ocenjen. Kada domaća zemlja nametne *ad valorem* uvozne dažbine za robu koja je isporučena preko njenih granica iz druge zemlje, uvozna taksa povećava trošak poslovanja unutar zemlje. *Ad valorem* dažbina je procenat poreza koji se nameće na carini na vrednost uvezene robe. Finansijski menadžer smatra da će uvozna dažbina uticati na vrednost uvezene robe. Finansijski menadžer smatra da će uvozna dažbina uticati na transferne cene koje koristi MTK i ovo će imati veće poreske efekte na konsolidovan bilans.

Da bi se analiza sačinila sačinjava se naredna tabela, koje pokazuje alternative transfernih cena.

	Filijala proizvodjač	Filijala prodavac	Konsolidovana kompanija
<i>Pozitiva niskog cilja</i>			
Prihod od prodaja	\$ 2.000	\$ 3.000	\$ 3.000
Trošak prodane robe	1.500	2.000	1.500
Uvozne dadžbine (5%)	-	100	100
Bruto profit	500	900	1.400
Operativni troškovi	<u>200</u>	<u>200</u>	<u>400</u>
Oporezovani prihod	300	700	1.000
Poreska stopa (25% / 40 %)	<u>75</u>	<u>280</u>	<u>355</u>
Neto prihod	225	420	645
<i>Politika visokog cilja</i>			
Prihod od prodaje	\$ 2.400	\$ 3.000	\$ 3.000
Trošak prodane robe	1.500	2.400	1.500
Uvozne dadžbine (5%)	-	120	120

Bruto profit	900	480	1.380
Operativni troškovi	<u>200</u>	<u>200</u>	<u>400</u>
Oporezovani prihod	700	280	980
Poreska stopa (25% / 40 %)	<u>175</u>	<u>112</u>	<u>287</u>
Neto prihod	525	168	693

U narednoj tabeli se uvodi 5% uvoznih dažbina u zemlji primaocu.

Poredjenje pokazatelja pre postojanja uvoznih dažbina i onih nakon uvođenja uvozne dažbine od 5% pokazuje finansijskom menadžeru da politika sa niskim ciljem Mintelu donosi \$ 60 manje (= 645-705) po jedinici ako je u zemlji domaćinu uvedena uvozna dažbina od 5%. \$ 60 predstavlja post poreske troškove \$100 uvozne dažbine na \$ trošak transferne cene po jedinici od \$2000. Intel će više voleti politiku višeg cilja zbog činjenice da dolazi do porasta neto profita sa \$ 645 na \$ 693 po jedinici.

	Filijala proizvodjač	Filijala prodavac	Konsolidovana kompanija
<i>Pozitiva niskog cilja</i>			
Prihod od prodaja	\$ 2.000	\$ 3.000	\$ 3.000
Trošak prodane robe	<u>1.500</u>	<u>2.000</u>	<u>1.500</u>
Bruto profit	500	1.000	1.500
Operativni troškovi	<u>200</u>	<u>200</u>	<u>400</u>

Oporezovani prihod	300	800	1.100
Poreska stopa (25% / 40 %)	<u>75</u>	<u>320</u>	<u>395</u>
Neto prihod	225	480	705
<i>Politika visokog cilja</i>			
Prihod od prodaje	\$ 2.400	\$ 3.000	\$ 3.000
Trošak prodane robe	<u>1.500</u>	<u>2.400</u>	<u>1.500</u>
Bruto profit	900	600	1.500
Operativni troškovi	<u>200</u>	<u>200</u>	<u>400</u>
Oporezovani prihod	700	400	1.100
Poreska stopa (25% / 40 %)	<u>175</u>	<u>160</u>	<u>335</u>
Neto prihod	525	240	765
<i>Pozitiva niskog cilja</i>			
Prihod od prodaja	2.000	\$ 3.000	3.000
Prihodi od patenata	400	-	-
Trošak prodane robe	1500	2.400	1.500
Bruto profit	900	600	1.500
Operativni	200	200	400

troškovi			
Oporezovani prihod	700	400	1.100
Poreska stopa (25% / 40 %)	175	160	335
Neto prihod	525	240	765

Brojni faktori

Strategija transferne cene može da bude od koristi kada zemlja domaćin zabranjuje iznos deviza koji se može koristiti za uvoz specifične robe. U tom slučaju, niža trasferna cena omogućava veći uvoz robe koja se nalazi u režimu kvota. To može da bude značajni razlog za transferne cene za poreske uštede, ako je uvezena roba neophodna da bi proizvodnja mogla da se ostvaruje ili da bi se ona proširila.

Transferne cene imaju uticaja kako će MTK biti prihvaćena na lokalnom nivou. Visoka politika ostavlja malo neto prihoda u knjigama filijale. Ako firma roditelj očekuje da filijala bude sposobna da pozajmljuje na lokalnom tržištu u slučaju nestašice gotovine, filijala može da se zbog slabog bilansa nadje u problemima. Sa druge strane politika visokih ciljeva, a ne firma roditelj treba da ostvari veći iznos konsolidovanog prihoda. U meri u kojoj su finansijska tržišta neefikasna ili analiza hartija ne pokazuje upotrebu transfernih cena, tržišna vrednost firme može biti niža od stvarne. Nesumnjivo je da strategije transfernih cena imaju efekte na analizu troškova međunarodnog kapitala.

Blokirana sredstva

Iz raznih razloga zemlja domaćin može da uvede devizne restrikcije limitiranjem konverzije nacionalne valute da ne bi došlo do smanjenja retkih deviznih rezervi. Kada zemlja uvede deviznu kontrolu, transfer profita od filijala ka firmi roditelju je blokiran, Ovo ograničenje može biti privremeno, ali može da se uvede i za određeni period. Bez sposobnosti da repatriira profit od stranog ogranka MTK može da dodje u poziciju da ne može da plati akcionare.

Pre nego učini investiranje kapitala u strani ogranak, firma roditelj ne bi trebalo da istraži potencijalne blokade sredstava. Neočekivano blokiranje fondova pošto je investicija učinjena je politički rizik. Zbog toga MTK treba da budu familijarne sa metodama kako da otklone prepreke.

Leading and lagging plaćanje može da se koristi kao strategija za repozicioniranje sredstava MTK. Drugi načini su otklanjanje blokade fondova putem *kreiranja izvoza (export creation) i direktnog pregovaranja*.

2.8.1. Medjunarodno finansiranje trgovine

U savremenom svetu je praktično nemoguće da zemlja proizvede sve što njeni građani traže. Medjunarodna trgovina je teža i rizičnija od domaće trgovine. U spoljnoj trgovini, izvoznik ne mora da je blizak kupcu i ne zna da li uvoznik ima dobar kreditni rejting. Ako je roba izvezena, a kupac nije platio, može da se pokaže teškim, ako i ne i nemoguće za izvoznika da se legalnim putem zaštiti. Politička nestabilnost čini rizičnim isporuku robe inostranstvu. Sa stanovišta uvoznika, rizično je plaćanje unapred za robu koju izvoznik može i da ne isporuči uopšte.

Tipične spoljnotrgovinske transakcije

-*Kreditno pismo (letter of credit) je garancija uvoznikove banke da radi za račun uvoznika i da će izvozniku platiti za robu ako je sva relevantna dokumentacija prezentirana u skladu sa uslovima na L/C. L/C šalje uvoznikova banka izvoznikovoj banci. Kada je L/C primljena izvoznikova banka obaveštava izvoznika, koji onda vrši isporuku robe.*

-*Vremenski draft (time draft) predstavlja pismenu naredbu koja instruiira uvoznika ili njegovog agenta uvoznikovu banku da plati iznos koji je specificiran u L/C određenog datuma (koji je kraj perioda kreditiranja spoljnotrgovinske transakcija)*

-*Račun o isporuci (bill of lading) je dokument koji emituje zajednički prevoznik specificirajući da je primio robu za isporuku.*

-*Bankarski akcept (bank s acceptance) je negocijabilni instrument tržišta novca za koji postoji sekundarno tržište.*

-*Forfetiranje (Forfeiting) je tip srednjeročnog finansiranja trgovine koje se koristi za finansiranje prodaje kapitalnih dobara. Forfeiting uključuje prodaju menica uz diskont koju je potpisao uvoznik za račun izvoznika. Forfait, uobičajeno banka, kupuje menice uz diskont od*

izvoznika. Na taj način izvoznik dobija novčana sredstva za izvršeni izvoz. Forfait nema nikakvih sredstava prema izvozniku, ako uvoznik padne u docnju. Menica je uobičajeno strukturirana na rokove dospelosti od svakih šest meseci. Kako su transakcije forfejtinga zaključene radi finansiranja kapitalnih dobara, one su standardizovane vrednosti u izvesnom smislu i mogu da budu od \$ 500 000 i više. Forfetiranje je nastalo u Švajcarskoj i Nemačkoj, da bi se proširilo na Evropu i SAD. Forfeting transakcije su uobičajeno denominirane u Šfrs, euro i USD\$.

Vladina asistencija izvozu

-Izvozno-uvozne banke

U SAD je 1934 osnovana Export-Imprt banka (Eximbank) , da bi 1945.postala nezavisna vladina agencija za pomoć i finansiranje izvoza SAD. Eximbanka obezbedjuje finansiranje u situaciji kada su privatne institucije nesposobne ili ne žele da udju u finansiranje zbog 1) suviše duge ročnosti zajma, 2) zbog velikog iznosa zajma, 3) zbog velikog rizika ili 4) kada uvozna firma ima teškoća pri dobijanju čvrste valute za plaćanja.Da bi ostvarila ove ciljeve Eximbanka pruža usluge preko različitih tipova programa. Neki od najznačajnijih su garantije za obrtni kapital, direktni zajmovi stranim zajmoprimcima, garancije zajmova i kreditna osiguranja.

-*Caountertrade* je pojam kišobrana za obavljanje različitih tipova transakcija tamo gde « prodavac obezbedjuje kupcu robu i usluge i obećava da će za uzvrat kupiti robu i usluge od kupca» Countertade može, ali ne mora da koristi novac. Ako nema razmene novca , govori se o *barteru*. Bilo kako bilo, uvek je reč o dvostrukom toku transakcija.

-Countertrade se može naići u preistorijskom periodu i o ovoj vrsti transakcija se može govoriti uvek kada postoji nestašica novca.Ove transakcije ne ulaze u zvaničnu spoljnotrgovinsku statistiku.Rast ovih transakcija je zabeležen 80.tih godina kada je izbila dužnička kriza , koja je za posledicu imala da su se zemlje dužnici suočile sa nestašicom čvrstih valuta , kao i kada su zbog toga izgubile normalne bankarske kanale za izvršenje transakcija.

-*Barter* je direktna razmena robe izmedju dve strane. Često je potrebno da se utvrdi novčana vrednost robe, kako iz računovodstvenih, poreskih, tako i iz razloga osiguranja.

-*Klirinški aranžmani (bilateralni kliring)* je forma bartera u kojoj strane ugovornice(vlade) zaključuju kupovinu robe i usluga jedna od druge. Obe strane sačinjavaju listu robe sa vrednošću. Na kraju

dogovorenog perioda, neravnoteže u računima se izvršavaju u čvrstoj valuti ili transferom robe. Klirinški aranžman uvodi koncept kredita u barter transakcije, jer se predmet kliringa odmah izvršava, dok do izmirenja dolazi nakon izvesnog vremena. Bilansi na računima se periodično razmatraju i svaka neravnoteža se izmiruje uglavnom u čvrstoj valuti, mada može i dodatnim isporukama robe.

-*Switch trade* je kupovina od treće strane neravnoteže u klirinškom računu jedne zemlje za čvrstu valutu, koji iznos se zatim preprodaje. Drugi kupac koristi bilans računa da kupi robu i usluge u originalnom klirinškom računu koji ima neravnotežu. Primer *switch trade* je kada su SAD Pakistanu izvezle đubrivo preko rumunsko-pakistanskog klirinškog sporazuma.

-*Buy back transakcije* podrazumevaju tehnološki transfer preko prodaje preradivačkog postrojenja. Kao deo transakcije, prodavac se slaže da kupi deo postrojenja pošto je on konstruisan. Hennart (1989) kaže da novac ulazi u sporazumna dva načina. Prvo, kupac postrojenja pozajmljuje čvrstu valutu na tržištu kapitala da bi prodavcu platio cenu za postrojenje. Drugo, prodavac postrojenja se saglasio da kupi output postrojenja u određenom periodu kako bi omogućio kupcu da vrati pozajmljena sredstva. *Buy back* transakcija se u zemlji kupcu vodi kao strana direktna investicija. Primer *buy back* transakcije je sporazum Japana sa Tajvanom, Singapurom i Kuvajtom da razmeni opremu za proizvodnju čipova za kompjutere za izvestan procenat outputa.

-*Counterpurchase* je sličan *buy back* transakciji, ali je i različit. Uglavnom je s jedne strane uvoznik iz istočnih zemalja a sa druge zapadni izvoznik tehnologije. Glavna razlika između *buy back* i *counterpurchase* transakcije je da u drugoj, robe koje zapadni prodavac hoće da kupi nije u vezi i nije proizveden u izvoznom postrojenju. Postoji sporazum o razmeni italijanske opreme za indonežanski kaučuk.

-*Offset transakcija* može da se vidi kao *counterurchase* trgovinski sporazum i avio i vojnoj industriji. *Offset* transakcije su recipročni trgovinski sporazumi između industrijske zemlje i zemlje koja ima avio i vojnu industriju. Postoji primer prodaje F-16 jet fighter koji je proizveden u General Dynamics u Turskoj i Grčkoj za razmenu za masline, hidroelektične proizvode, promociju turizma i kooperaciju u proizvodnji aviona.

3. MEĐUNARODNO FINANSIRANJE IZ INSTITUCIONALNIH IZVORA

3.1. Međunarodna banka za obnovu i razvoj (IBRD)

Međunarodna banka za obnovu i razvoj (IBRD - International Bank for Reconstruction and Development) formirana je svetskoj monetarnoj konferenciji u Breton Vudsu (SAD) 1944. godine, koja je i održana sa idejom da se preduzme međunarodna akcija za uređenje stabilnih ekonomskih i valutnih odnosa u svetu. Ova institucija je poznata u svom delovanju i pod nazivom Svetska banka (WB-World Bank), a sedište joj je u Vašingtonu (SAD).

Članstvo zemalja članica Svetske banke je uslovljeno članstvom u Međunarodnom monetarnom fondu. Za razliku od Fonda koji se bavi poslovima kratkoročnog finansiranja, Svetska banka se bavi poslovima srednjoročnog i dugoročnog finansiranja. Banka daje kredite zemljama članicama za finansiranje projekata koji doprinose rastu i razvoju nacionalne privrede. Banka ocenjuje ekonomsku efikasnost projekata i odobrava određena kreditna sredstva ukoliko takvi projekti doprinose stvaranju uslova za plasman privatnog kapitala, proširenju međunarodne trgovine i strukturne ravnoteže u razvoju zemalja koje realizuju takve projekte. Pored redovnih kredita kojima Svetska banka podržava finansiranje projekata, praksa banke je da odobrava i kredite za tzv. strukturna prilagođavanja koji su opšte razvojnog karaktera..

Osnovni zadatak Svetske banke je bio da potpomogne obnovu ratom razrušene privrede zemalja članica. Banka je olakšavala investiranje kapitala i tako podsticala razvoj proizvodnih mogućnosti u manje razvijenim zemljama. Posle nekoliko poratnih godina, kada su se mnoge privrede oporavile od posledica rata, osnovni zadatak IBRD bilo je dalje finansiranje razvoja zemalja-članica. Međutim, pojavilo se dilema da li je njen zadatak da finansira privredni razvoj kao takav, bez obzira je li ta zemlja razvijena ili ne, ili da finansira razvoj zemalja u razvoju. Statut Banke ne daje precizan odgovor na ovo pitanje, mada je prihvaćen stav da i ako banka nije zatvorena za industrijske zemlje ipak treba prvenstveno da pomogne rešavanje problema nerazvijenih zemalja.

Sledeći zadatak IBRD je da daje garancije investitorima, pri čemu se stara da se prvenstveno ostvare prioriteti razvoja, da doprinese bržem prelasku zemlje iz stanja nerazvijenosti u razvijenu ekonomiju,

da zajmovi budu u skladu sa zajmovima iz drugih izvora itd. Osnovna ideja pri formiranju banke bila je da ona bude posrednik između viška privatnog kapitala i zemalja kojima je on potreban, te je alternativno ostavljena mogućnost da Banka i sama daje zajmove. Međutim, privatni kapital, za kojeg se smatralo da će biti osnovni nosilac finansiranja posleratnog razvoja, pokazao se kao nedovoljan i neorganizovan. U takvim uslovima Banka je odigrala izuzetno značajnu ulogu jer je preuzela na sebe davanje zajmova nerazvijenim zemljama iz sopstvenih izvora. Dok je privatnom kapitalu od velike važnosti bio faktor sigurnosti, odnosno rizika pri plasmanu sredstava, a svetu su bila potrebna ogromna finansijska sredstva, jedino je Svetska banka reagovala na pravi način, ublažavajući tražnju za tim sredstvima.

Početni odobreni kapital pri osnivanju Banke iznosio je deset milijardi dolara, ali treba ukazati na razliku između odobrenog i uplaćenog kapitala. Odobreni kapital je veći od uplaćenog jer se samo deo odobrenog kapitala uplaćuje (20%), a ostatak služi kao garancija za obaveze Banke (80%). Zemlje članice mogu biti pozvane da uplate određeni deo ovog garantnog iznosa, u svojim nacionalnim valutama, ukoliko je to Banci potrebno da bi odgovorila svojim obavezama. Svetska banka je organizovana po vlasničkoj strukturi kao akcionarsko društvo. Početni kapital Banke je obezbeđen iz kvota zemalja članica, da bi se naknado povećavao potencijal pribavljanjem sredstava na finansijskom tržištu, zatim kroz formu kofinansiranja ili emisijom obveznica (za koje papire garantuju vlade zemalja na čije valute glase obveznice) koje su tražene na međunarodnom tržištu kapitala (jer Banka ima visok kreditni rejting –AAA credit rating). U svojoj politici plasmana banka primenjuje kriterijum uravnoteženosti kako u pogledu širine namena tako i u pogledu teritorijalnog rasporeda zajmova. Zemlja koja želi da postane član IBRD mora prethodno da bude članica Međunarodnog monetarnog fonda. Sa prvobitnih 29 zemalja-članica broj zemalja povećao se na preko.

Svetska banka pruža i tehničku asistenciju zemljama u razvoju, primarno u izradi investicionih projekata. Pod okriljem Svetske banke formirane su posebne specijalizovane finansijske institucije:

(1) Međunarodna finansijska korporacija (IFC-International Financial Corporation)

(2) Međunarodno udruženje za razvoj (IDA-International Development Association)

(3) Međunarodna agencija za garancije (MIGA)

Ciljevi poslovanja i način rada ovih institucija može se predstaviti šematski na sledeći način.

Tabela 1.

Grupa svetske banke

	THE WORLD BANK		
	International bank for Reconstruction and Development Association (IDA)	International Development and (IBRD)	International Finance Corporation (IFC)
<p>Ciljevi institucije</p> <p>Godina osnivanja</p> <p>Tipovi zemalja u koje institucije usmerava sredstva</p>	<p>Unapređenje ekonomske razvijenosti zemalja u razvoju, pružanjem finansijske i tehničko-stručne pomoći u razvoju i izgradnji specifičnih projekata u javnom i privatnom sektoru.</p> <p>1945. Zemlje u razvoju koje ne spadaju u grupu najsiromašnijih. Pojedine članice uzajamljuju kombinovana sredstva IBRD i IDA ("blend" of IBRD loans and IDA credits)</p>	<p>1960. Najsiromašnije zemlje članice: 80% od kredita IDA odlazi u zemlje koje imaju prosečan GDP ispod 410%. Mnoge od ovih zemalja su tako siromašne da nisu u mogućnosti da uzajamljuju sredstva ni od IBRD</p>	<p>Unapređenje ekonomskog razvoja zemalja u razvoju pružajući pomoć u mobilizaciji domaćeg i inostranog kapitala za razvoj isključivo privatnog sektora.</p> <p>1956. Svi tipovi zemalja u razvoju, od najsiromašnijih do najrazvijenijih.</p>

Privredni sektori u koje institucije usmeravaju sredstva.	Spoljoprivreda i razvoj ruralnih područja, energetika, obrazovanje, transport, telekomunikacije, industrija, rudarstvo, razvoj finansijske mreže, urbani razvoj, vodoprivreda, zdravstvo i ishrana stanovništva. Pojedini tipovi ne-projektnih popzajmica uključujući strukturalna prilagođavanja.	Agrobiznis, razvoj, finansijske kompanije, energetika, mala preduzeća rudarstvo, institucije tržišta novcem i turizam i usluge.
Period na koji institucije pozajmljuju (plasiraju) sredstva.	Generalno od 15 do 20 godina 50godina (40 i 35 g.)	7 do 12 godina Prosečno 3 godine U nivou tržišnih kamatnih stopa
Prosečan period plasmana.	Generalno od 3 do 50 godina 10godina =10.97%	0.0% Provizija na odobreni i neiskorišćeni deo kredita
Grejs period		
Kamatni period (srddstva devedesetih)	Provizija na neiskorišćeni deo zajma (Commitment fee) 0.75% (0.25) nova provizija (front-end fee) 0.25	Privatna preduzeća i vladine organizacije koje daju podršku privatnom sektoru.
Ostale provizije	Godišnja provizija na odobreni i neiskorišćeni deo kredita 0.5% i servisna provizija 0.75%	
	Vlade, vladine agencije, privatna preduzeća i banke koje mogu pribaviti garancije vlade po zajmu IBRD	
Primaoci (korisnici) finansijske podrške	Osnovni vid Osnovni vid Združivanja na finansijskom tržištu Donacije vlada zemalja članica	

<p>Garancija vlade</p> <p>Glavni metod porasta finansijskih fondova institucije</p>		<p>Pozajmice od IBRD.</p>
---	--	---------------------------

Izvor: Onkvisit / Shaw. str. 740-741

(1) Međunarodna finansijska korporacija je specijalizovana agencija koja postiže privredni razvoj zemalja ulaganjem pivratnog kapitala prvenstveno u zemlje u razvoju. Korporacija uglavnom odobrava kredite privatnim preduzećima učešćem u njihovom kapitalu bez prava upravljanja. Isto tako, korporacija povezuje domaća i inostrana preduzeća, a pruža i tehničku pomoć zemljama članicama na međunarodnom tržištu kapitala. Međunarodna finansijska korporacija je osnovana 1956. godine kao afirmacija Svetske banke.

(2) Međunarodno udruženje za razvoj osnovano je 1960. godine, takođe kao afirmacija Svetske banke. Osnovna aktivnost Udruženja je da odobrava kredite najmanje razvijenim zemljama pod znatno povoljnijim uslovima od uslova na međunarodnom tržištu kapitala. Rokovi takvih kredita su izuzetno povoljni (i do 50 godina), sa dugim početkom otplate kredita (grace period i do 10 godina).

(3) Međunarodna agencija za garancije pruža garancije privatnom kapitalu i sredstvima drugih kofinansijera za projekte kojima je dala podršku Svetska banka, radi prevazilaženja problema rizika za plasman sredstava u nerazvijene zemlje. Međunarodna agencija za garantovanje investicija (MIGA) osnovana je 1988. godine. Cilj ove finansijske organizacije je da stimuliše priliv privatnog kapitala u zemlje u razvoju putem dovoljno garancija za nekomercijalne rizike (vladina ograničenja u pogledu reparzijacije kapitala, položaj ino vlasništva, ratni sukobi i sl.).

Programi koje finansira IBRD prolaze kroz nekoliko faza:

- Faza identifikacije – obuhvata utvrđivanje objekata čijem finansiranju treba pristupiti zbog njihovog doprinosa razvoju nacionalne privrede i njihovih ekonomskih i tehničkih karakteristika.

- Faza pripreme – u ovoj fazi zajmotražilac i Banka zajednički sagledavaju i pronalaze najpovoljnije i najprihvatljivije varijante projekta u tehničkom i ekonomskom pogledu.
- Faza ocene, pregovora i prihvatanja – po završetku studije o projektu, pristupa se njegovoj oceni. Ocenu projekta izvode stručnjaci Banke, a po potrebi se mogu angažovati stručnjaci sa strane. U toku ocene, valorizuju se tehnički, institucionalni, ekonomski i finansijski aspekti projekta. U tehničkom pogledu ocena podrazumeva: pouzdanost projekta, uvažavanje odgovarajućih standarda, veličinu i lokaciju objekta, tehnologiju, opremu, projektovani obim proizvodnje, transportnu povezanost, uticaj na prirodnu sredinu itd. Pri ocenjivanju institucionalnih uslova za realizaciju projekta, uzimaju se u obzir: organizacija, upravljanje, kadrovi i politika poslovanja u užem i širem okruženju u kojem će se projekat realizovati.
- Faza izvršenja i nadzor – u toku realizacije projekta obaveza je investitora da kreditoru povremeno dostavlja izveštaj o dinamici radova na projektu, troškovima, finansijskim efektima i sl. Kreditor (IBRD) često upućuje misije stručnjaka u zemlju kojoj je zajam odobren da bi na licu mesta stekao uvid u to kako se troše odobrena sredstva i da li se projekat ostvaruje u skladu sa sporazumom. Po završetku projekta, Banka, uz učešće investitora, priprema konačan izveštaj o izvršenju projekta i dostavlja ga vladi zemlje korisnik kredita, Odboru izvršnih direktora i izvršnom direktoru koji predstavlja tu zemlju u IBRD.
- Faza naknadne ocene projekta – početkom 70-tih godina Banka je počela da primenjuje i praktikuje naknadnu ocenu projekta. Svrha ovog posla je da se analizom pozitivnih i negativnih efekata izvuku pouke za poslovanje Banke u budućnosti.

3.1.1.Međunarodno udruženje za razvoj(IDA)

Krajem 1950. postalo je jasno da najsiromašnije zemlje ne mogu da priušte da pozajme kapital za razvoj pod uslovima koje je postavila Svetska banka. Njima su bili potrebni manje zahtevniji uslovi. Po inicijativi Amerike, grupa zemalja članica se složila da se osnuje agencija koja će davati zajmove veoma siromašnim zemljama po veoma povoljnim uslovima. Tako je nastalo Međunarodno udruženje za razvoj (IDA). Međutim, pošto se želelo da ova agencija podleže disciplini banke, ona je osnovana kao deo Svetske banke. Ugovor o

osnivanju IDA stupio je na snagu 1960. godine. Prvi krediti su odobreni 1961. godine Hondurasu, Indiji, Sudanu, Čileu.

IDA pozajmljuje novac samo onim zemljama koje ima prihod per capita niži od \$895 (1998) i finansijsku nemogućnost da pozajmljuju od IBRD. Trenutno, 78 zemalja ima mogućnost da pozajmljuje od IDA. Kada GNP zemlje premaši postavljene kriterijume IDA, zemlja više nije u mogućnosti da pozajmljuje od IDA već se upućuje na IBRD. Zemlje koje su ranije pozajmljivale od IDA, ali zbog prosperiranja nemaju više prava su Kina, Kostarika, Čile i Egipat.

Više od 30 bogatijih zemalja članica periodično prilaže novac potreban za finansiranje ove vrste. IDA krediti su oslobođeni kamate, nose godišnju administrativnu taksu od 0.75% i daju se na dugi rok od 35 do 40 godina, sa dozvolom zakašnjenja od 10 godina. IDA godišnje pozajmljuje u proseku \$6 biliona najsiromašnijim zemljama sveta za različite vrste razvojnih projekata, pogotovo za one koji se tiču osnovnih ljudskih potreba, kao što je osnovno obrazovanje, osnovna zdravstvena zaštita, čista voda i sanitarije. IDA takođe finansira projekte koji štite čovekovu okolinu, poboljšavaju uslove za privatni biznis, grade potrebnu infrastrukturu i podržavaju reforme usmerene ka liberalizaciji nacionalnih ekonomija. Razlozi za osnivanje IDA nalaze se u neadekvatnosti mehanizma finansiranja IBRD za najsiromašnije zemlje članice. Iako zajmovi IBRD podrazumevaju povoljnije uslove finansiranja u odnosu na tržišne, oni su ipak skupi za najnerazvijenije zemlje od kojih se pod tim kriterijumima ne može očekivati određen nivo rentabilnosti projekta i sigurnost vraćanja pozajmljenih sredstava.

Na ovaj način, prema koncepciji osnivača IDA o fleksibilnijem mehanizmu dugoročnog finansiranja javnog sektora, grupi najmanje razvijenih zemalja obezbeđen je pristup sredstvima koja služe za finansiranje projekata važnih sa stanovišta olakšavanja i skraćivanja puta izlaska iz nerazvijenosti.

Početni kapital IDA je iznosio 1 milijardu dolara, da bi vremenom i povremenim odlukama o obavezi povećanja upisanog kapitala dostigao iznos 1989. godine od 54 milijarde dolara. Razvijene zemlje, kao jedna grupa zemalja članica, uplaćuju svoje kvote u celosti u konvertibilnoj valuti, dok nerazvijene zemlje, kao druga grupa zemalja članica, uplaćuju svoje kvote 10% u konvertibilnoj valuti, a 90% u nacionalnoj valuti. Razvijene zemlje se pojavljuju kao davaoci sredstava, a nerazvijene zemlje kao korisnici sredstava.

Uslovi finansiranja IDA su veoma povoljni. Zajmovi IDA daju se na rok 50 godina (od 1987. godine rok je skraćen na 40 godina), bez kamate i

sa počekom od 10 godina. Plaćaju se samo administrativni troškovi 0.75% na neiskorišćeni, a još nevrraćeni iznos zajma.

Pored finansiranja razvoja u obliku zajmova, pravila IDA ne isključuju davanje besplatne ekonomske pomoći. Korisnici zajmova mogu biti vlade zemalja članica, ali i druga javnopravna i privatnopravna lica, kao i druge međunarodne i regionalne organizacije. IDA finansira ne samo strogo proizvodne projekte, na čemu pretežno insistira IBRD, već u skladu sa svojim pravilima njena sredstva mogu se koristiti i za projekte obrazovanja, komunalne projekte, projekte stambene izgradnje i sl. Zajmovi mogu pokrivati ne samo devizne već i lokalne troškove projekta i nije potrebna izričita državna garancija.

Pravo na korišćenje zajmova IDA imaju zemlje do određene visine nacionalnog dohotka po glavi stanovnika, što se menja u skladu sa kriterijumima stepena privredne razvijenosti i kretanja u vrednosti dolara. Shodno tome, zemlje u razvoju koje imaju nacionalni dohodak po glavi stanovnika ispod 970 dolara (prema vrednosti dolara iz 1987. godine) imaju pravo na korišćenje zajmova IDA. Praksa, međutim, pokazuje da su najveći deo zajmova koristile zemlje sa nacionalnim dohotkom ispod 400 dolara po stanovniku. Članstvo u IDA uslovljeno je prethodnim članstvom u IBRD. Krajem 1989. godine IDA je imala 137 zemalja članica.

IDA je posebno pravno lice i ima sopstveni kapital, ali kao ogranak IBRD predsednik i službeno osoblje IBRD su istovremeno predsednik i službeno osoblje IDA. Polazeći od bliskosti zadataka ovih međunarodnih finansijskih organizacija došlo se do zaključka da se tako lakše i efikasnije vodi poslovna politika i uz manje troškove poslovanja.

Najveći korisnici sredstava IDA su do sada bile najsiromašnije zemlje Afrike Južno od Sahare i zemlje Južne Azije. Specijalni program je lansiran 1987. godine koji je obezbedio uslove za ko-finansiranje najsiromašnijih zemalja u razvoju koje su suočene i sa enormnim spoljnim dugom. Od strane stručnjaka ovaj program je ocenjen kao značajan napredak u pravcu koordinacije međunarodne razvojne politike. Kao i IBRD, IDA ima sedište u Vašingtonu.

Organizacija i funkcionisanje IDA

IDA je osnovana sa ciljem da se povoljnijim kreditima omogući razvoj proizvodnih kapaciteta zemalja u razvoju, uključujući i finansiranje investicionih objekata (saobraćajnice, irigacije...) koje ne stvaraju neposrednu dobit, ali čija realizacija doprinosi rastu životnog standarda nerazvijenih zemalja. Članstvo IDA uslovljeno je članstvom u IBRD. Na kraju fiskalne 1995. godine Udruženje ima 158 članica,

podeljenih u dve grupe: Prvu grupu sačinjavaju razvijene zemlje, a u novije vreme i zemlje u razvoju koje ostvaruju suficit u platnom bilansu,; Drugu grupu, koja je znatno brojnija, sačinjavaju zemlje u razvoju.

Zemlje prve kvote uplaćuju upisane kvote na sledeći način: Odmah 10% u zlatu ili konvertibilnim valutama, 18% u roku od 30 dana u zlatu ili konvertibilnim valutama a ostalih 72% u četiri godišnje jednake rate, takođe u zlatu ili konvertibilnim valutama.

Doprinos zemalja druge grupe, formira se na sledeći način: 10 % u zlatu ili konvertibilnim valutama, odmah, 90% uplaćuju u svojoj nacionalnoj valuti u pet jednakih godišnjih rata.

IDA formira svoj kapital i kreditni potencijal iz sledećih izvora:

- Uplaćenih kvota zemalja članica,
- Doprinos na osnovu povremenih "popunjavanja",
- Transfera dela profita IBRD,
- Otplata po ranije datim kreditima,
- Poklona.

Početni kapital udruženja bio je 1 mlrd. dolara, da bi na kraju fiskalne 1995. godine ukupno upisani kapital dostigao iznos od 93 mlrd. dolara. Udruženje pruža finansijsku pomoć zemljama članicama u vidu zajmova ali nije isključena ni mogućnost i drugih vidova finansijske pomoći. Pri raspodeli kreditnih sredstava, IDA uvažava sledeće kriterijume:

- Članstvo u udruženju,
- Nivo siromaštva u zemlji članici,
- Bonitet potencijalnih korisnika kredita,
- Ekonomski učinak potencijalnih korisnika kredita,
- Raspolaganje projektima pogodnim za finansiranje od strane Udruženja.

Uslovi pod kojima IDA pruža finansijsku pomoć nerazvijenim zemljama smatraju se vrlo povoljnim. Rok otplate kredita je 50 godina, s tim da amortizacija počinje po isteku perioda od 10 godina, posle čega se otplaćuje po 1% u trajanju od 10 godina, a u sledećih 30 godina po 3% godišnje. Kredit se odobrava beskamatno, uz naplatu provizije od 0,75% godišnje na iskorišćeni iznos kredita.

Od 1982. godine naplaćuje se i provizija od 0,5% na odobreni a još neiskorišćeni iznos. Udruženje participira u finansiranju projekata sa oko 40% predračunske vrednosti. Do kraja fiskalne 1995. godine IDA

je odobrila preko 2000 kredita u ukupnom iznosu od 72 mlrd. dolara (uključujući i sredstva odobrena preko Specijalnog fonda i Fonda za razvoj Afrike.)

IDA svoje ciljeve najvećim delom ostvaruje odobravanjem kredita (radi se o poslovima srednjeročnog i dugoročnog karaktera) i davanjem garancija. Pri odobravanju kredita i davanju garancija, IDA se pridržava brojnih principa, od kojih se posebno ističu:

- IDA odobrava kredit i daje garancije za one investicione projekte koji imaju svoje ekonomsko opravdanje i koji će, nakon stavljanja u pogon, svojom rentabilnošću omogućiti uredno servisiranje kredita.
- IDA finansira devizni deo investicionog projekta, a ostali troškovi projekta pokrivaju se, po pravilu iz domaćih izvora. U izvesnim prilikama, kao na primer, hitnost projekata, nemogućnost investitora da participira u zatvaranju finansijske konstrukcije ili ako je jasno da bi finansiranje lokalnih izdataka u vezi sa projektom delovalo na rast cena, Banka je spremna da finansira i izdatke u lokalnoj valuti.
- Kredite koje IDA daje (odobrava) preduzećima na području zemlje članice obavezno garantuje zemlja članica ili državna ustanova čija je garancija prihvatljiva za IBRD (Centralna banka).
- IDA odobrava zahteve prvenstveno za finansiranje konkretnih projekata, a daleko ređe za opšte razvojne projekte.
- Kod odobravanje kredita IDA mora steći utisak da potencijalni korisnik kredita nije mogao osigurati neophodna sredstva uz povoljnije uslove iz drugih izvora.
- Banka ne može uslovljavati korišćenje odobrenog kredita na teritorije neke zemlje članice.
- Kontinuitet u saradnji.

Organi upravljanja IDA su: Odbor guvernera, Odbor izvršnih direktora, predsednik. Sedište IDA nalazi se u Vašingtonu. IDA ima sledeće organe upravljanja: Odbor guvernera – najviši organ upravljanja koji se sastoji od predstavnika svake zemlje članice. To su redovno ministri finansija ili guverneri centralnih banaka. Odluke iz svoje nadležnosti odbor guvernera donosi na skupštini koja se održava jednom godišnje.

Između dve skupštine, ukoliko se ukaže potreba, odbor guvernera donosi odluke glasanje pismenim putem. Odbor izvršnih direktora je izvršni organ IDA i sastoji se od 24 izvršna direktora od kojih 5 imenuju zemlje članice s najvišim brojem glasova (SAD, Japan, Nemačka, Francuska i Velika Britanija), a ostalih 19 biraju ostale

zemlje članice, s obzirom da ostale članice nemaju dovoljan broj glasova da bi same mogle da izaberu izvršnog direktora, to više zemalja putem dogovora, formira "izborno telo" ili grupaciju i bira jednog zajedničkog izvršnog direktora. Predsednik IDA – rukovodi poslovanjem IDA, saglasno opštim smernicama poslovne politike koju su definisali izvršni direktori.

3.1.2.Međunarodna finansijska korporacija(IFC)

Međunarodna Finansijska Korporacija (IFC), kao afilijacija IBRD, osnovana je 1956. godine. Članice IFC mogu biti samo one zemlje koje su prethodno primljene u članstvo IBRD. Do sada su u IFC učlanilo 172 zemlje članice IBRD. Sedište IFC je u Vašingtonu.

Prema odredbama Statuta, osnovni zadatak IFC je da pomaže privredni razvoj podstičući investicioni ciklus u produktivna privatna preduzeća u zemljama u razvoju, a naročito u najnerazvijenijim zemljama članicama. Ovako definisan cilj, IFC ostvaruje: Investiranjem u proizvodna privatna preduzeća u zajednici sa drugim zainteresovanim privatnim investitorima, bez državne garancije u pogledu otplate. Stvaranjem povoljne klime za investicije privatnog kapitala i osiguranjem kvalifikovanog finansijskog tehničkog i organizacionog rukovodstva.Ova finansijska institucija plasira slobodna finansijska sredstva u raznim oblicima, od zajmova i direktnih investicija, do ulaganja u akcije privatnih preduzeća.

Korporacija se, pored pomoći koju pruža članicama u razvoju u raznim formama investicija, bavi i poslovima kao što su: Izrada projekata i poboljšanje njihovog kvaliteta, oružanje pomoći pri osnivanju, finansiranju i unapređivanju rada privatnih finansijskih kompanija za razvoj i drugih institucija koje su na unapređenju i finansiranju privatnih firmi, podsticanje razvoja tržišta kapitala u zemljama u razvoju, podsticanje interesa zemalja izvoznica kapitala za ulaganje u hartije od vrednosti preduzeća zemalja uvoznica kapitala, pružanje saveta i davanje predloga zemljama u razvoju u pogledu koncipiranja mera koje doprinose stvaranju povoljnije klime za povećanje interesa privatnih investicija.

Program u koji IFC plasira sredstva mora ispunjavati sledeće uslove:

- Mora biti produktivan i rentabilan,
- Mora zadovoljiti interese države u koju se investira, u smislu mogućnosti devizne uštede, proizvodnje idferenciranih proizvoda i pružanje usluga, povećanja zaposlenosti, razvoja tehnologije i slično,
- Lokalni investitori moraju participirati u realizaciji programa,

- Da investitor nije mogao osigurati potrebna sredstva iz privatnih izvora uz povoljnije uslove.

Sredstva kojima raspolaže Međunarodna Finansijska Korporacija formiraju se po osnovu:

- Uplata zemalja članica,
- Zaduživanjem kod Svetske banke (IBRD)
- Pribavljanjem sredstava na tržištu kapitala.

Upisani kapital korporacije iznosio je pri osnivanju 100 miliona dolara, da bi kasnije bio uvećan i fiskalne 1995. godine narastao na 2,9 milijardi dolara. Od osnivanja 1956. godine pa do danas, korporacija je investirala više od 30 mlrd. dolara u preko 1700 programa. Tako je tokom poslednjih pet godina na svaki dolar koji je plasirala IFC dolazilo još 5 dolara drugih izvora.

Iako je vrlo usko povezana sa IBRD, IFC posluje kao samostalna finansijska institucija sa svojstvom pravnog lica. Organi upravljanja IFC su: Odbor guverenera, Odbor direktora, predsednik odbora direktora i predsednik Korporacije

3.1.3. Multilateralna agencija za garantovanje investicija (MIGA)

Multilateralna agencija za garantovanje investicija (MIGA) je osnovana 1988. godine, kao član Grupe Svetska banka, da unapredi strane direktne investicije u zemljama u kojima je neophodno unaprediti životni standard i redukovati siromaštvo. MIGA ima puni mandat da osigura razvijenim zemljama zaštitu od investicionih ulaganja protiv nekomercijalnih rizika, da sprovodi istraživanje i obezbeđuje finansijsku pomoć. MIGA se u svojoj misiji pridržava četiri glavna principa: fokusiranje na klijente - servis investitora, zajmodavaca, vlada zemalja porekla koje podržavaju privatna preduzeća i promovišu strane investicije; uključivanje u partnerstvo - rad sa drugim osiguravajućim agencijama, vladinim agencijama, međunarodnim organizacijama koje pružaju kompletan servis; promovisanje razvojnih očekivanja - odnosi se na poboljšanje životnog standarda ljudi u zemljama u razvoju, što je konzistentno sa ciljevima zemalja koje ulažu, poslovnim zahtevima i socijalnim principima; osiguranje finansijske stabilnosti - balansiranje razvojnih ciljeva i finansijskih raspoloživih sredstava kroz promišljeno osiguravanje i stabilnost menadžment rizika.

MIGA trenutno ima 161 člana, mada je otvorena za sve druge članove Svetske banke. Agencija ima kapital u vrednosti Specijalnih prava vučenja od jedne milijarde dolara. U martu 1999. godina Bord guvernera doneo je odluku da se kapital uveća prosečno za 850 miliona dolara, dok će onih 150 miliona dolara Agencija dobiti od Svetske banke na osnovu operacija na tržištu kapitala.

Projekte koje podržava MIGA imaju širok dijapazon efekata: otvaraju se nova radna mesta, prihod od poreza se uvećava, veštine i tehnološki know-now se transferišu. Lokalna zajednica u većini slučajeva ostvaruje sekundarne koristi kroz dobijanje nove infrastrukture, uključujući puteve, elektrifikaciju, bolnice, škole i pitku vodu. Strane direktne investicije koje su podržane od MIGA-e osiguravaju opstanak lokalnih investitora i rast lokalnog biznisa koji nudi dobre usluge i servis. Kao rezultat toga razvijene zemlje imaju veliku šansu da prekinu ciklus siromaštva.

MIGA daje garancije na zahteve investitora da će odgovarati za društvene i standarde okruženja koji bi trebali da budu na svetskom nivou. U većini slučajeva se pokazalo da bez prisustva Svetske banke projekti su bili neadekvatno osigurani. MIGA dobija pomoć, logistiku i neophodna sredstva od Grupe Svetska banka, koristeći paralelno znanje i garancije pri investiranju u nove projekte u zemlje u razvoju. MIGA pokušava da izvrši ujednačavanje uslova poslovanja koji u većini slučajeva negativno utiču na potencijalne investitore.

MIGA je preokupirana problemima koji se odnose na političko okruženje i percepciju političkog rizika koji su često destruktivni za investiranje. Strane direktne investicije u većini slučajeva zaobilaze nerazvijene zemlje kao rezultat neuvažavanja navedenih ograničenja. MIGA predstavlja važan katalizator koji utiče na povećanje stranih direktnih investicija - ključni faktor razvoja - garantujući sigurnost, tehničku pomoć zemljama u razvoju.

MIGA je učestvovala u garantovanju više od 500 projekata u 78 zemalja u razvoju. Od juna 2001. godine MIGA je ukupno garantovala oko devet milijardi dolara, nadajući se da će se taj broj uvećati znatno više na 41 milijardu dolara. Agencija je mobilizirala uključujući još 153 miliona dolara za investicije u fiskalnoj 2001. godini kroz Korporativno sigurnosni program (CUP), štiteći privatni sektor u poslovima koji su visokog rizika i pomažući agenciji da servisira veliki broj klijenata.

Tehničke asistencije MIGA-e imaju integralnu ulogu u kataliziranju stranih direktnih investicija, pomažući zemljama u razvoju da definišu i implementiraju strategiju promovisanja investiranja.

MIGA razvija i razmešta sredstva i tehnologije koje omogućavaju brze informacije o mogućnostima investiranja. Hiljade korisnika koristi prednosti koje MIGA sajt daje u vezi sa informacijama koje predstavljaju važan izvor informacija o stanju u jednoj zemlji.

MIGA pokriva sledeće vrste političkih rizika:

1. Transferna ograničenja se odnose na pokrivanje rizika, koji se odnosi na konverziju lokalnog novca (kapital, kamata, glavnica, profit i dr.), korišćenjem deviznih kurseva za transfer u zemlje investitore. Pokrivanje rizika od uvođenja ograničenja od strane vlada da se transferna plaćanja vrše u lokalnoj valuti. Devalvacija deviznog kursa nije pokrivena, MIGA vrši nadoknadu, u slučaju ograničenja koja se odnose na upotrebu samo lokalnog novca u transakcijama, investitorima u novčanicama koje su ugovorom predviđene.

2. Eksproprijacija se odnosi na zaštitu od gubitka investicija koje nastaju kao rezultat određenih postupaka zemalja domaćina da eliminišu ili redukuju privatno vlasništvo, ili prava koja pripadaju investitoru. Ako tome dodamo nacionalizaciju i konfiskaciju onda imamo kompletnu sliku zatvorenosti ili autarhičnosti ekonomije jedne privrede koja je karakteristična za zemlje sa nestabilnim sistemom (zemlje Afrike, Azije), MIGA je u stanju da pokrije rizik koji se odnosi na eksproprijaciju (npr, konfiskaciju fondova i određene imovine). U najboljoj nameri nediskriminatorne mere koje preduzimaju zemlje domaćini nisu u potpunosti primenjene. U slučaju totalne eksproprijacije investicije, MIGA plaća neto knjigovodstvenu vrednost investicije. U slučaju eksproprijacije fondova, MIGA plaća određeni iznos blokiranih sredstava. MIGA, takođe, u slučaju neisplaćenih glavnica i kamata garantuje sigurnost.

3. MIGA daje garancije ukoliko dođe do raskida ugovora, u slučaju da zemlja domaćin raskine ugovor sa investitorom. U tom slučaju, kada dođe do raskida ugovora, investitor bi trebao da se pozove na mehanizam arbitraže koji stoji u ugovoru i daje mogućnost da traži odštetu za nastalu štetu. Ako u nekom određenom periodu investitoru ne bude plaćena naneta šteta u tom slučaju MIGA će platiti kompenzaciju ili nastalu štetu, MIGA može napraviti privremeni račun dok se ne isplati nastala šteta, kako je propisano zvaničnim pravilima. U protivnom, takve zemlje se izlažu sankcijama.

4. Zaštita od ratova i društvenih prevrata. Zaštita imovine od šteta se odnosi na ratove, požare) druge prirodne nepogode koje mogu biti rezultat političkih procesa, društvenih poremećaja uključujući revolucije, pobune, korpus delikt, sabotaže i terorizam. Da bi investicije

bile osigurane, MIGA plaća manji deo od knjigovodstvene vrednosti imovine investitora, odnosno nadoknadu troškova nastalu uništavanjem imovine.

Prema zakonu MIGA predstavlja jednu novu specijalizovanu instituciju čiji je cilj da:

1. Davanjem garancija za nekomercijalne rizike podstiče prilig privatnog kapitala u zemlje urazvoju,
2. Pruža informacije potencijalnim investitorima o mogućnostima ulaganja u zemlje u razvoju,
3. Obezbeđenje tehničke pomoći,
4. Bude mesto na kom će sarađivati izvoznici i uvoznici kapitala.

Kroz osiguranje i reosiguranje, agencija daje garancije za sledeće vrste nekomercijalnih rizika:

1. Validna ograničenja konvertovanja i prenosa deviza,
2. Ograničenja vlasništva stranaca,
3. Raskid ugovora od strane vlade na štetu investitora, ratni konflikti i nemiri,
4. Druge vrste nekomercijalnih rizika koje verifikuje Odbor direktora MIGA.

Organi upravljanja Agencije su: Savet guvernera, Odbor direktora i predsednik. Osnivački kapital MIGA iznosi 1,1 mlrd. USD, od čega se 10% uplaćuje u gotovini, 10% u hartijama od vrednosti – menicama, a ostatak na zahtev Agencije. Članstvo u Agenciji je uslovljeno članstvom u IBRD.

3.2. Evropska investiciona banka

Evropska investiciona banka je najstarija banka koja je osnovana 1958. godine Ugovorom iz Rima. Ona je finansijska institucija Evropske Unije, i finansira investicione projekte kako bi doprinela ujednačenom razvoju evropskog regiona.

Poslovna politika banke je zasnovana na oredjenim kriterijumima:

- 1) Obezbedjenje najboljih načina da se privuku finansijska sredstva, odnosno da se finansiraju projekti , posebno oni koji će doprineti konkurentnosti evropskih industruskih grana,

- 2) Pomaganje i unapredjivanje aktivnosti malih i srednjih preduzeća,
- 3) Omogućavanje stvaranja trans -evro mreža (transport, telekomunikacije i prenos energije),
- 4) Doprinos i unapredjenje životne okoline,
- 5) Poboljšavanje situacije u zdravstvu, obrazovanju, informatičkim tehnologijama itd..

Značajni deo svog finansijskog kapitala Evropska investiciona banka usmerava u zemlje koje imaju status kandidata za ulazak u EU. Manje je poznata činjenica da je Evropska investiciona banka većinski akcionar u Evropskom investicionom fondu, da predsedava nadzornim odborom i da putem fonda vrši ulogu investitora.

Od pocetka rada Evropska Investiciona Banka je odobrila više od 5000 zajmova u ukupnom iznosu od 200 milijardi eura, 90% od ovoga broja je dato u zemljama evropske unije, a ostatak drugim zemljama.

3.3. Evropska banaka za obnovu i razvoj

Evropska banka za obnovu i razvoj (European Bank for Reconstruction and Development-EBRD) je osnovana 1990 god. od strane zemalja grupe sedam (G-7). Banka je osnovana sa ciljem da se pomogne brža tranzicija privreda pojedinih zemalja ka tržišno orijentisanim privredama. Takođe, Banka izražava interes da finansijski podrži preduzetničke inicijative u procesima restruktuiranja u zemljama tranzicije (zemlje Centralne i Istočne Evrope). Aktivnosti Banke (EBRD) obuhvataju i podržanje poslovne aktivnosti privatnog sektora dokapitalizaciju i restruktuiranje finansijskih institucija; uređenje zakonske regulative koja podržava tržišnu orijentaciju privrede i dr.

Banka svoja sredstva u vidu zajmova znatnim delom usmerava za razvoj privredne infrastrukture, u projekte javnog sektora, telekomunikacijama, saobraćaju, energetici. Banka takodje plasira svoja sredstva i putem kofinansiranja sa drugim investitorima (međunarodnim i drugim finansijskim institucijama).

EBRD ima 60 članica (koje su upisale 10 milijardi ECU-a) od čega je 30% uplaćeno a 70% čini akcije po pozivn kao garancijski potencijal. Dopunskim emisijama kapital banke je dupliran. Sedište Banke je u Londonu. Svojim statusom međunarodne finansijske institucije EBRD

u plasmanima i pribavljanju sredstava ima visok (bonitet sa AAA rejtingom) kreditni rejting.

3.4. Banka za razvoj Saveta Evrope

Ova banka je nastala na osnovu odredaba posebne rezolucije Administrativnog saveta Evrope iz 1997. godine, i to restrukturiranjem Fonda za reintegraciju koji je do tada, do 1999. godine bio glavna finansijska institucija Saveta Evrope.

Banka finansira projekte koji su u domenu socijalne politike, tj. projekte koji otvaraju mogućnost zapošljavanja na područjima koja je zadesila neka nesreća. Pored ovoga u kreditnoj politici dominiraju programi za smeštaj, zdravstvo, školstvo, stručno osposobljavanje i dr. Ova banka drži prioritet i na projektima za obnovu spomenika, istoriskog nasledja i ugroženih gradskih područja.

Kapital banke se sastoji od uplacenog kapitala članica Saveta Evrope, odnosno članica banke, kao i kapitala prikupljenog na finansijskim tržištima. Zajmovi se odobravaju na deset godina sa grejs periodom od jedne do pet godina.

Visina kamatne sope zavisi od namene kredita, ali generalno vazi pravilo da su to najpovoljniji zajmovi na međunarodnom tržištu kapitala.

Pored toga postoje i "racuni za socijalne zajmove" koji nose kamatu od 1% godislje, odnosno zajmovi "za hitne potrebe" koji se daju beskamatno.

administrativni savet, kao izvršni organ, guverner banke kao zakonski predstavnik. Deo banke ima sedište u Strazburu, a deo u Parizu.

3.5. Interamerička banka za razvoj

Banka je osnovana 1959. godine u Vašingtonu kao regionalna razvojna banka koja okuplja zemlje južne, centralne, i severne Amerike i Kariba. U interameričku banku za razvoj učlanjeno je više od 30 zemalja iz 25 regiona. Ciljevi banke su da podigne životni standard latinoameričkim zemljama.

Kapital banke se sastoji od kapitala koji se uplaćuje i kapitala koji se uplaćuje isključivo na poziv Banke, a služi kao jamstvo za njen obaveze po zajmovima.

Glavni akcionari banke su SAD i Kanada sa oko 40% učešća, Argentina i Brazil sa oko 12%, Meksiko sa oko 8%, Venecuela sa oko 6%, Čile i Kolumbija sa po 3% , i ostale zemlje poseduju 15% ukupnog kapitala..

3.6.Afrička banka za razvoj

Medjunarodna bankarska organizacija regionalnog tipa koja je osnovana 1963. godine sa ciljem da pruži doprinos socijalno-ekonomskom preobražaju članica banke.Članice banke su oko 50 drzava Afrike, kao i odredjen broj neregionalnih članica.

Kapital banke se sastoji od dve vrste akcija, i to akcije koje se uplaćuju i akcije koje se plaćaju po pozivu.Zajmovi banke se odobravaju za finansiranje ekonomskog, socijalnog i društvenog razvitka članica.

Banka ima savet guvernera, savet direktora,predsednika i bar jednog potpredsednika.

3.7.Azijska banka za razvoj

Banka osnovana 60-tih godina na inicijativu Ekonomske komisije UN za Aziju i Daleki Istok.Osnivači Banke su bile 19 azijskih i 12 van azijskih zemalja. Sedište banke je u Manili na Filipinima.Zadatak banke je jačanje i unapredjenje privrdnog razvoja i saradnja zemalja članica.Sredstva Banke se sastoje od redovnog kapitala i specijalnih fondova.

3.8.Islamska banka za razvoj

Osnovana u avgustu 1974. godine sa sedištem u Džedi Saudiska Arabija.Cilj ove banke je da unapredjuje ekonomski i društveni razvoj u zemljama članicama i ostalim islamskim zemjama koje nisu članice.Sredstva banke čine osnivački kapital kao i prihodi od sredstava deponovanih kod drugih finansijskih ustanova.

4. MEĐUNARODNO FINANSIRANJE IZ NE INSTITUCIONALNIH IZVORA

4.1. Pojam međunarodnih kredita i zajmovnog kapitala

U suštini zajmovnog kapitala (creditor capital) leži tendencija međunarodnog izravnavanja razlika u snabdevenosti i u potrebama za kapitalom od zemlje do zemlje. Neposredan motiv za međunarodno kretanje kapitala u zajmovnom obliku je razlika u ceni ovog proizvodnog faktora od zemlje do zemlje. Zemlja koja raspolaze viškom kapitala u odnosu na druge proizvodne faktore, pokazivaće, po pravilu, i nižu kamatnu stopu na tržištu kapitala u poređenju sa zemljama u kojoj je kapital relativno oskudan faktor. Ove razlike u ceni faktora staviće u pokret zajmovni kapital i on će se, po pravilu, kretati u međunarodnim okvirima iz zemlje s nižom kamatnom stopom u pravcu zemlje s višom kamatnom stopom.

U kretanju zajmovnog kapitala razlikuju se dva oblika:

- novčani i
- robni oblik.

U prvom slučaju radi se o transferu kupovne snage u novčanom obliku (novčani transfer), a u drugom slučaju o transferu u robnom obliku (realni transfer). Pored toga, relevantan je i odnos između investiranog kapitala i proizvodnje (kapitalni koeficijenti). Ako taj koeficijent označimo sa „k“, a inostrani zajam sa „Z“, onda će neto godišnja proizvodnja (prirast proizvodnje) biti:

$$AP = Z \cdot k^1$$

I dalje, ako marginalnu sklonost potrošnji označimo sa „c“ možemo doći do prirasta domaće štednje iz investiranog međunarodnog zajma:

$$AD\check{S} = Z \cdot k^1 \cdot (1-c).$$

4.1.1.Značaj i funkcije međunarodnih kredita

U ekonomskoj i finansijskoj nauci pojam kredita predstavlja privredno-pravni pojam pod kojim se podrazumeva dužničko-poverilački odnos u kome poverilac ustupa pravo raspolaganja novcem (ili nekim drugim predmetom)

Pojam kredita kao oblika finansijskih ulaganja vezuje se za poverenje koje predstavlja jedan od najvažnijih momenata pri zasnivanju kreditnog odnosa. Naziv kredit potiče od latinske reči *creditum*, što znači kredit ili zajam odnosno od reči *credo*, *credere* što znači verovati, u širem smislu reči pojam kredita se vezuje za pojam uživati kredit u smislu uživanja poslovnog ugleda u određenoj sredini. Kreditni odnos se zasniva između poverioca (davaoca kredita) i dužnika (tražioca kredita) u uslovima kada poverilac želi svoja raspoloživa sredstva najcelishodnije iskoristiti, a dužnik ima potrebu za sredstvima da bi finansirao određenu privrednu aktivnost.

U literaturi se često može susresti u mesto pojma kredita, pojam zajma. Treba reći, da i jedan i drugi termin imaju u praksi isto značenje. Međutim, sa teorijskog gledišta kredit predstavlja imovinsko-pravni odnos između poverioca i dužnika kojem poverilac svoja novčana sredstva ustupa dužniku na određen vremenski period i pod određenim uslovima. Zajam sa teorijskog gledišta predstavlja pogodbu po kojoj je jedna ugovorna strana spremna ustupiti drugoj ugovornoj strani u vlasništvo određeni iznos novčanih sredstava, a mogu pozajmiti i pokretne stvari (umesto novčanih sredstava). Korisnik zajma se obavezuje da će u ugovorenom roku vratiti određeni iznos sredstava uz određenu kamatu. Prema napred prezentiranom proizilazi da zajam predstavlja samo jedan od oblika kredita. U proteklom periodu, zajam je označavao takav imovinsko-pravni odnos putem kojega su se podmirivale potrebe na duži vremenski rok (za osnovna i trajna obrtna sredstva).

Funkcije međunarodnih kredita su:

1. funkciju prikupljanja(mobilizacije sredstava,
2. funkciju likvidnosti i stabilnosti proizvodnog procesa,
3. funkciju razvoja međunarodnih privrednih odnosa,

4. funkciju kontrole privrednih tokova .

(a) Mobilizatorska funkcija kredita predstavlja njegovu istorijsku funkciju. Ova funkcija kredita odnosi se na mobilizaciju svih novčanih sredstava koja su usitnjena (nalaze se u rukama mnogobrojnih vlasnika) i privremeno van proizvodne i prometne funkcije. Funkcija prikupljanja sredstava prepuštena je bankarskim organizacijama koje vrše prikupljanje slobodnih novčanih sredstava, (1) otvaranjem računa svojim klijentima, (2) obavljanjem finansijskih poslova u ime njih, (3) prihvatanjem njihove ušteđevine uz obezbeđenje naknade (kamate) za isto i sl.

(b) Uticaj kreditne funkcije na likvidnost preduzeća posebno je izražajan u uslovima sezonskog karaktera proizvodnje, odnosno prodaje.

(c) Kredit kao oblik finansijskog ulaganja ima veoma značajan uticaj i na razvoj međunarodnog privrednog odnosa. Putem kredita pruža se bankarska podrška izvoznicima, u delu obrtnih sredstava, kako bi premostili vremenski periodi odgođenih plaćanja (od ulaganja u privredni proces do realizacije i naplate istog deviznim prilivom iz inostranstva). Za kredit u izvoznoj privredi je karakteristično da postoji u svim olicima, od kratkoročnog preko srednjoročnog do dugoročnog kredita.

(d) Kredit ima kontrolnu funkciju u privrednim tokovima jer se preko njega dopunjavaju privredni tokovi novom količinom novca Narodne banke Srbije. Kontrolna funkcija kredita je i u činjenici da privredni subjekti trebaju uzete kredite otplatiti poslovnim bankama prema utvrđenim rokovima njihovog dospeća. Svaka nedoslednost u izvršavanju preuzetih obaveza od strane privrednih subjekata predstavlja "signal" poslovnoj banci da su prisutni određeni poremećaji u procesu privređivanja, te da prema istim treba preduzeti konkretne mere u cilju zaštite dopunskih izvora finansiranja.

4.1.2. Klasifikacija međunarodnih kredita

Međunarodni krediti se po sadržini i formi javljaju u različitim oblicima tako da su i kriterijumi njihove podele veoma različiti. Podela se može izvršiti prema sledećim kriterijumima:

(1) Prema obliku na:

- a) naturalne,
- b) robne,
- c) novčane.

(2) Prema ekonomskoj nameni na

- a) proizvodne, d) uvozne,
- b) potrošačke, e) otkupne,
- c) izvozne, f) sanacione.

(3) Prema upotrebi na:

- a) kredite za obrtna sredstva,
- b) kredite za osnovna sredstva.

(4) Prema roku trajanja na:

- a) kratkoročne,
- b) srednjoročne,
- c) dugoročne.

(5) Prema poveriocu na:

- a) bankarske,
- b) javne,
- c) domaće,

d) inosimne,

e) zadružne.

(6) Prema dužniku na:

a) industrijske,

b) trgovinske,

c) državne,

d) komunalne,

e) zanatske,

f) zemljoradničke.

(7) Prema vrsti obezbeđenja kredita na:

a) lične (personalne),

b) pokrivene.

(8) Prema načinu vraćanja na:

a) jednokratne,

b) obročne (u ratama),

c) amortizacione.

(9) Prema plaćanju kamate na:

a) kamatne,

b) beskamatne.

(10) Prema upotrebi kredita na:

a) opšte,

b) namenske.

(II) Prema statistici na:

a) odobrene,

b) iskorišćene.

(12) Ostale vrste kredita:

a)poštanski,

b)manipulativni.

Prema procesu obezbeđenja inostranih kredita, razlikujemo:

(1) sindicirane kredite ('loan svndicalion') i

(2) klub kredite ('club loans').

- Sindicirani ili sindikacioni krediti se praktikuju za veće obime kredita, a svrha im je disperzija rizika. Sindicirani aranžman podrazumeva učešće više banaka sa sledećim funkcijama:

- banke sa liderskom menadžerskom ulogom,
- banke participanti i
- banke agenti.

Liderske banke imaju ključnu ulogu u kreditnom aranžmanu (organizacija, uslovi i oblici kreditiranja debitora, učešće pojedinih banaka u kreditu i evaluaciji rizika). Banke participanti obezbeđuju kreditni potencijal za odobravanje kredita. Banke agenti vrše posredničku ulogu u isplati, distribuciji i naplati kredita.

Kad debitori zahtevaju manje sume novca u vidu kredita oni to rešavaju individualno sa pojedinom bankom. Takvi krediti nazivaju se klub krediti. Procedura za ove kredite je uprošćena i kratka i rezultat je medusobnog odnosa banaka partnera u poslovnoj saradnji. Pored toga obično se koriste u onim slučajevima kad je sindicirani kredit već u pripremi. Zato se ovi krediti mogu koristiti i kao jedna vrsta stabilizatora kreditnog tržišta pošto se koriste odmah i tako 'premošćavaju' inače duge procedure sindiciranih kredita. Ovi krediti daju se na periode od 15 dana do 3 meseca.

Osnovne karakteristike međunarodnih kredita mogu se svesti na sledeće:

- (1) kreditni plasmani prolaze granicu države,
- (2) krediti se obično konvertuju u drugu valutu,
- (3) krediti se daju na duže rokove uz 'grace' period,
- (4) ugovori o kreditima naročito respektuju pravnu stranu (primenu prava i zakona, volju sudova da akceptiraju),
- (5) uvažava se jurisdikcija i sposobnost date zemlje da izvršava odluke,
- (6) poštuju kreditne klauzule u ugovoru koje definišu mesto i metod plaćanja, i
- (7) garantuju druga prava banaka učesnica u kreditnom procesu.

Složenost kreditne analize i poslovne procedure međunarodnih kredita, s jedne strane, i nemogućnost tačnog predviđanja budućih ekonomskih, političkih i drugih događaja u zemljama debitorima, s druge strane, čine ovaj posao rizičnijim od kreditiranja na domaćem tržištu.

4.1.3. Sekjuritizacija međunarodnih kredita

Sekjuritizacija predstavlja proces prestrukturiranja bankarskih kredita i ostale aktive u hartije od vrednosti. Porast sekjuritizacije kredita i ostale aktive u svetu, naročito u najvećim bankama je izuzetno veliki. Posebno se to odnosi na hipotekarne kredite. Sekjuritizacija kredita i drugih sredstava je veoma originalna i jednostavna ideja za prikupljanje svežih sredstava i za smanjenje izloženosti banke riziku. Prva sekjuritizacija kredita javila se u SAD 1970-ih godina, kao želja poslovnih banaka da budu prisutne na finansijskom tržištu u cilju povećanja nivoa profitabilnosti i likvidnosti.

Proces sekjuritizacije prvo je započeo kod hipotekarnih kredita. Kako su banke u svojim izvorima imale veliki udeo kamatno otsetljivih depozita namenjenih za dugoročno finansiranje sa fiksnim kamatnim stopama, to je njihova potreba za prisustvo na finansijsko tržište bila neminovnost. Bankarski dugoročni krediti su nelikvidni deo aktive banke i ostaju u aktivu sve do isteka roka dospeća. Zbog toga se javila ideja, da jedan deo dugoročnih kredita treba transferisati u hartije od vrednosti, koje su lako unovčive i likvidne. Na taj način, krediti se pretvaraju u hartije od vrednosti kojima se zatim javno trguje na sekundarnom tržištu kapitala.

Proces sekjuritizacije odvija se tako, što se deo dugoročnih kredita od strane više banaka udružuju u pul sredstava, na osnovu kojih se emituju hartije od vrednosti. Promenom kredita u hartije od vrednosti, dolazi do kvalitativne promene strukture aktive banke u pogledu njene ročnosti, likvidnosti i kamatne stope. Emitovane hartije od vrednosti na osnovu sekjuritizacije dela bančine aktive, mogu se i dalje prodavati i tako doneti svež investicioni kapital. Klasični bankarski posao odobravanja kredita u celini ide preko poslovne banke. Međutim, u procesu sekjuritizacije pojavljuje se više „igrača“, kao što su prvi zajmodavac, emitent, depozitor-poverenik i svi oni preuzimaju deo rizika. Na taj način rizičan kredit se transformiše u manje rizičan. Međutim, banka koja je inicirala i realizovala kredit ima i dalje obavezu naplate prvobitno odobrenog kredita.

U toku procesa sekjuritizacije mora se voditi računa o strukturi emitovanih hartija od vrednosti. Treba formirati novu strukturu hartija od vrednosti u odnosu na strukturu prethodno odobrenog kredita. Obično se rokovi dospeća prilagođavaju zahtevima investitora u cilju brže realizacije na sekundarnom tržištu. Ukoliko je više institucija uključeno u proces sekjuritizacije, dolazi indirektno do poboljšanja kvaliteta prethodno odobrenog kredita. To je u svakom slučaju polazna osnova pristupanja sekjuritizaciji.

Inicijatori procesa sekjuritizacije bile su komercijalne banke i štedionice u SAD. Po poslovima primarne emisije hartija od vrednosti pojavljuju se investicione banke. U fazi prometa, najčešće se pojavljuju brokeri i dileri, koji se bave prometom hartija od vrednosti. Prometom hartija od vrednosti bave se i banke. Obaveze prema bankama od kojih su dobijeni krediti i ostala aktiva, moraju se redovno po planiranim anuitetima izvršiti.

Sekjuritizacija omogućava bankama i drugim zajmodavcima mnogo širi portfolio zajma. Dovodi do skraćivanja roka dospeća aktive banke, a time uvećava nivo likvidnosti banke. Obezbeđuje banci dodatnu zaradu na osnovu razlike između kamatne stope po prethodno odobrenim kreditima i kamatne stope od hartija od vrednosti. Obično je niža kamatna stopa na hartije od vrednosti od kamatne stope na sekjuritizovana sredstva.

Proces sekjuritizacije doneo je bankama, koje se pojavljuju kao emitenti kredita, sledeće prednosti:

- a) veći kvalitet aktive banke,
- b) veću likvidnost banke,
- c) veću profitabilnost banke,
- d) smanjenje kreditnog rizika,
- e) diversifikaciju kreditnog portfolija i
- f) smanjenje rizika kamatne stope.

Banka se kroz proces sekjuritizacije oslobađa dugoročnih, pre svega hipotekarnih kredita, udružuje kredit u pul sredstava i na osnovu toga emituje za prodaju kvalitetne hartije od vrednosti, uglavnom obveznice. Prodajom obveznica investitora, banka delimično naplaćuje ranije odobreni dugoročni kredit i poboljšava svoju likvidnost.

Procesom sekjuritizacije banka poboljšava kako strukturu aktive, tako i povećava stopu kapitala u odnosu na ukupnu kamatonosnu aktivu. Na ovaj način banka povećava stopu prinosa na vlasnički kapital. Na osnovu ranije odobrenog dugoročnog kredita, prihod banke bi se formirao od razlike ugovorene fiksne kamate na plasman i ugovorene kamate na depozit kao izvor banke iz čega je izvršeno odobravanje kredita. Sekjuritizacijom povećava se kamatna marža, na osnovu razlike kamatne stope sekjuritizovanog kredita i kamatne stope emisije hartija od vrednosti, stvara se mogućnost ponovnog odobravanja kredita sa većom kamatnom stopom i kraćim rokovima dospeća. Sve to utiče na povećanje profitabilnosti banke.

Sekjuritizacijom kredita kamatni rizik se prenosi na kupce hartija od vrednosti. Kod klasičnog kredita rizik kamatne stope je stalno prisutan, zbog razlike između kamatne stope na dugoročne plasmane i depozite. Poseban problem nastaje ako su depoziti kratkoročni, a koriste se za dugoročne plasmane. Na taj način narušava se pravilo ročne strukture sredstava i izvora banke, što može da izazove pad likvidnosti i poremećaje u bilansu banke. Sekjuritizacijom se smanjuje kreditni rizik jer se vrši pretvaranje dugoročnog kredita u visoko kvalitetne hartije od vrednosti, koje su lako utržive na finansijskom

tržištu. Proces sekjuritizacije pruža velike mogućnosti za bržim obrtom aktive banke, odnosno za pretvaranje kredita u kvalitetne hartije od vrednosti, pre svega obveznice. Treba očekivati, da će se za narednih 10-15 godina, čak 60-80% klasičnih kredita transformisati u hartije od vrednosti.

4.1.4. Prodaja međunarodnih kredita

Banke u svom poslovanju sve su više izložene raznim vrstama rizika. Najveći je kreditni rizik, rizik kamatne stope, devizni rizik, kao i zahtev regulatornih organa da se ojača kapital. Nasuprot tome, stoji potreba banaka, za prikupljanje svežeg kapitala na finansijskom tržištu, kako bi zadovoljile potrebe kreditiranja svojih klijenata. Takvi problemi i potrebe u upravljanju doveli su do stvaranja novih finansijskih instrumenata radi pomoći menadžmentu banke u uspešnom prevazilaženju problema. Na taj način, došlo je do pojave sekjuritizacije, prodaje zajmova, ugovora o kreditnim derivatima i sl.

U poslednje vreme, kod banaka je sve više prisutna tendencija prodaje zajmova radi prikupljanja sredstava. Pored toga, što se zajmovi kroz proces sekjuritizacije koriste za emisiju hartija od vrednosti kako bi se prikupila nova sredstva, zajmovi se mogu prodati u celini novom vlasniku. Prodaja zajmova je sve češća pojava kod najvećih svetskih banaka i finansijskih kompanija koje posluju sa hartijama od vrednosti. Kupci zajmova su osiguravajuće kompanije investicioni, penzioni i socijalni fondovi i banke.

Banke uglavnom prodaju kratkoročne zajmove sa rokom dospeća do 90 dana. To su pre svega novi zajmovi ili oni koji stoje izvesno vreme u bilansima banke. Tržište prodaje zajmova je naročito imalo ekspanziju 1980-ih godina, kada je došlo do velikog otkupljivanja korporacija. Jedino su zajmovi za otkup korporacija bili dugoročnog karaktera, dok danas se prodaju zajmovi sa rokom dospeća od samo nekoliko nedelja ili meseci.

Postoje brojni razlozi za prodaju zajmova. Jedan od razloga je i to što se na taj način odstranjuje onaj deo aktive banke koji donosi male prinose. Oslobođanjem dela neprofitabilne aktive stvara se prostor za nova ulaganja kada dođe do rasta kamatnih stopa na tržištu kapitala. Banka može da kupi potom visoko kvalitetne hartije od vrednosti na tržištu, time povećava stepen likvidnosti i odgovara na eventualni rizik povlačenja depozita. Na taj način smanjuje se kreditni rizik i rizik kamatne stope banke, a povećava se stepen profitabilnosti banke. Prodaja zajmova usporava rast aktive, uspostavlja se ravnoteža između neophodnog nivoa kapitala i kreditnog rizika banke. Uspostavlja se novi kvalitet i diversifikacija kreditnog portfolija, kako kod prodavca tako i kod kupca zajma. Ukoliko ovo tržište bude raslo

predviđenim tempom, sve će manje biti potrebe za osiguranjem depozita, a razlike između banaka i drugih finansijskih kompanija biće sve manje.

Prilikom prodaje zajmova, postoje određeni rizici za banku prodavca. Ako prodavac nije oprezan, ako prodaje svoje najkvalitetnije zajmove, može doći u situaciju da mu ostane nekvalitetan kreditni portfolio. To svakako može dovesti do povećanja kreditnog rizika i smanjenja prihoda banke.

Prodaja problematičnih zajmova je veoma retka. Ako do nje dođe, onda se sačinjava ugovor o regresu, po kojem prodavac odobrava regres kupcu za prodati problematičan zajam. Takođe se predviđa klauzula u ugovoru o podeli rizika između kupca i prodavca zajma. Problematični zajmovi se retko prodaju.

Prikupljanje sredstava putem prodaje zajmova ima ciklični karakter. U uslovima privrednog prosperiteta ponuda zajmova je velika. Međutim, u periodu recesije dolazi do pada kako ponude tako i tražnje za zajmovima. Najčešće se prodaja zajmova vrši na dva načina:

- cesija i
- participni zajam.

Kod cesije vlasništvo nad zajmom prenosi se kupcu, koji dobija direktno pravo odštete od kupca. Zajmoprimac po kreditu daje saglasnost novom vlasniku zajma pre nego što se izvrši cesija.

Kod participnog zajma, kupac dolazi spolja u odnosu na ugovor između banke koja prodaje zajam i zajmoprimca. Kod ove vrste zajma, najveći rizik snosi participni kupac. Ako dođe do problema ili propasti prodavca zajma i zajmoprimca, kupac participnog zajma može da pretrpi gubitke. Zbog toga je ova vrsta prodaje zajmova mnogo ređa od prodaje zajmova putem cesije.

Stambene akcijske obveznice su nova vrsta hartija od vrednosti koje su se pojavile 1990-ih godina. One dozvoljavaju vlasnicima stambenih objekata da pribavljaju sredstva u visini razlike između tržišne vrednosti njihovog stambenog objekta i vrednosti kreditne hipoteke koja je stavljena na taj stambeni objekat. Ova vrsta obveznica ima pokriće pula udruženih stambenih akcijskih obveznica. Ove obveznice imaju veće prihode od sličnih vrsta hartija od vrednosti. Konkurencija na ovom tržištu postaje sve jača između banaka, štedionica i kreditnih udruženja.

Kreditno pokrivena obveznica su hartije od vrednosti koje su se pojavile zadnjih godina na tržištu kapitala. Banke ostavljaju po strani, izdvajaju jednu grupu zajmova u svojim bilansima, izvrše emisiju obveznica, a založe zajmove kao obezbeđenje za izdate obveznice. Kreditno pokrivena obveznica obično ostaju u bilansu banke kao pasiva. Tržišna vrednost založenih zajmova

je uglavnom veća nego što je vrednost obveznica. Banka na ovaj način smanjuje troškove pribavljanja sredstava jer investitori smatraju da obveznice imaju nizak nivo rizika. Mnoge banke smatraju da je ovo jeftiniji način prikupljanja novih sredstava od pribavljanja depozita. Negativne strane ove vrste obveznica su što zajmovi, koji služe kao zaloga za izdavanje obveznica, ostaju u bilansu banke sve do dospeća obveznica. To može da umanjí likvidnost banke. Kako zajmovi ostaju u bilansu banke, ostaje obaveza obezbeđenja određenog nivoa kapitala u odnosu na kamatonosnu aktivu.

Hartije od vrednosti koje imaju kreditno pokriće, mnogo podsećaju na obične obveznice. Od njih se uglavnom očekuje fiksna kamata, otplate su periodične, mesečne ili kvartalne. Ove vrste hartija od vrednosti pružaju utisak kupca da je reč o instrumentima sa malim rizikom.

Emitovanje hartija od vrednosti povećava kvalitet kredita i podiže nivo konkurencije između banaka i finansijskih kompanija. Depozitari sve više uviđaju sigurnost i interes poslovanja sa hartijama od vrednosti. Na taj način dolazi do zaobilaženja banaka i tradicionalnih zajmodavaca, a sredstva se sve više pribavljaju na sekundarnom tržištu u vidu hartija od vrednosti, čime se umanjuje primarni i najveći izvor prihoda banke. Sve više kompanija udružuju svoja sredstva (pool) i vrše emisiju vrednosnih papira, kratkoročnih hartija od vrednosti i tako dolaze do potrebnih investicionih sredstava.

Jedno od tržišta koje se poslednjih godina naglo razvijalo je tržište za finansijske garancije. Finansijske garancije su zamišljene tako da obezbede otplatu kredita i kamate u uslovima kad zajmoprimac to nije u mogućnosti da učini. Jedna od najviše korišćenih garancija u razvijenim zemljama je stend baj kreditno pismo. Stend baj kreditno pismo je uslovna obaveza za njenog izdavaoca. Izdavalac (banka), zbog provizije, odobrava garanciju na kredit svom klijentu. Banka za izdatu garanciju naplaćuje proviziju uglavnom od 0,50% do 1% od ukupne vrednosti konkretnog kreditnog aranžmana. Mala je verovatnoća da će banka, kao izdavalac garancije, morati da isplati garanciju. One obično pomažu klijentu da dođe do željenog kredita ili da taj kredit bude nešto jeftiniji ako klijent obezbedi garanciju banke.

Izdavanje garancija u poslednjih nekoliko godina u bankama je u velikom porastu. Razlog je porast direktnog investiranja, rizik ekonomske recesije, inflacija, kamatne stope i relativno niska cena koštanja za izdavanje garancija. Za banku je takođe vrlo važno da izdavanje finansijskih garancija ne ulazi u bilans banke, već se samo vanbilansno evidentira. To je zbog toga što ugovor o izdavanju garancije podrazumeva uslovnu odgovornost.

Rizik banke, emitenta garancije, nastaje ako klijent ne može da izmiruje svoje ugovorom preuzete obaveze. Ako klijent propadne, banka mora izmiriti

garancijom preuzete obaveze. U tom slučaju banka će biti izložena velikom riziku likvidnosti. Ako banka bude prinudena da pozajmljuje znatna novčana sredstva radi prevazilaženja nelikvidnosti, onda se može suočiti i sa dodatnim rizikom kamatne stope.

4.2. Međunarodno finansiranje putem lizinga

Termin lizing je nastao od engleske riječi „to lease“, što znači iznajmiti ili dati u zakup. Naziv lizing se veoma rijetko prevodi, tj. koristi se izvorni termin u mnogim jezicima, pa tako i u našem jeziku. Pogrešno je izjednačavati lizing sa samim zakupom jer je lizing kompleksnija forma u koju je uključena i treća strana, lizing kompanija, koja je finansijer samog posla. Lizing se definiše kao posao u kome se jedna strana obavezuje da preda (ustupi) drugoj strani predmet lizinga na korišćenje za određeni vremenski period, dok se druga strana obavezuje da u tom periodu plaća određenu naknadu.

Lizing pruža mogućnost preduzećima da modernizuju svoju opremu i samim tim postanu efikasniji i konkurentniji. Lizing je naročito pogodan za mala i srednja preduzeća, kao i nova tek osnovana preduzeća koja često ne mogu da računaju na druge mogućnosti finansiranja. Upravo zato vlade mnogih zemalja podržavaju lizing kao važan metod podsticanja investicija. Lizing industrija je danas u svijetu veoma razvijena. U mnogim zemljama se putem lizinga finansira više od četvrtine svih nabavki poslovne opreme.

Samo u zemljama u razvoju se godišnje putem lizinga finansira nabavka nove opreme i vozila u vrijednosti od preko 40 milijardi dolara (Vunjak 1994, 158).

Poslovi lizinga predstavljaju finansijske transakcije koje se najčešće organizuje kada se oprema koristi u zakup. Pri tome, poslovni subjekat kome je takva oprema potrebna, a nije u mogućnosti da je plati (uglavnom zbog visoke vrijednosti), koristi mogućnost da tu opremu iznajmi na korišćenje. Posrednik u tom poslu je, po pravilu, specijalizovana ustanova koja se bavi poslovima lizinga, ili u tom poslu posreduje i banka. Plaćanjem zakupnine u formi lizinga, korisnik opreme u stvari indirektno otplaćuje dio vrijednosti imovine koja je predmet zakupa. Sa finansijskog aspekta, poslovi lizinga doprinose razvoju tržišta i boljem plasmanu robe, jer se ovim načinom korisniku opreme omogućava da je lakše pribavi, pošto je sukcesivno otplaćuje kroz troškove poslovanja, u formi troškova zakupnine (Bjelica et al. 2003).

Prema vremenu trajanja lizing posla, pravimo razliku između *kratkoročnog* (Short-term) i *dugoročnog* (Long-term) lizinga. Ugovorni rok kod kratkotrajnog lizinga obično iznosi 1 do 3 godine ili 1 do 5 godina, u zavisnosti od predmeta ugovora. U našem zakonu o finansijskom lizingu se ne pravi razlika između kratkoročnog i dugoročnog lizinga, već se jedino navodi da minimalni period na koji se može zaključiti ugovor o lizingu iznosi dvije godine. Predmet zakupa kod ovog lizinga su potrošna dobra koja davalac lizinga iznajmljuje više puta. Između kratkoročnog i poslovnog lizinga nema bitnih razlika.

Kod dugoročnog lizinga, period korišćenja predmeta lizinga iznosi od 3 do 5 godina, ponekad je taj period duži od 10 godina, a za nepokretnosti iznosi i preko dvadeset godina.

4.2.1. Vrste lizinga

Razvoj poslovne prakse, naročito na međunarodnom nivou je doveo do toga da se i sama lizing transakcija javlja u različitim oblicima. Pojavnih oblika lizinga ima više, te stoga u narednom tekstu slijedi njihova klasifikacija. Jedna od podjela lizinga je na *operativni* i *finansijski*, a kao kriterijum za podjelu se koristi karakter i stepen obaveza učesnika u lizing poslu ili mogućnost otkazivanja lizing ugovora. U ekonomskoj i pravnoj literaturi preovladava mišljenje da ove dvije vrste lizinga imaju najvećiprivredni značaj, a statistika govori da se najveći broj lizing transakcija u svijetu obavlja putem finansijskog lizinga.

Operativni ili poslovni lizing

Operativni lizing je kratkoročna poslovna operacija. Period na koji se ugovara zakup je uvijek kraći od perioda amortizacije sredstava tj. od ekonomskog vijeka trajanja sredstava. Ukupan iznos naknada koje korisnik plaća na ime zakupa je manji od vrijednosti predmeta lizinga. Ekonomski racio kod operativnog lizinga se sastoji u tome da se predmet lizinga više puta daje u zakup ili se nakon korišćenja prodaje korisniku po sadašnjoj vrijednosti, odnosno ugovorenoj cijeni. Ukoliko je oprema takva da se može više puta davati u lizing, davalac lizinga ugovaranjem zakupa sa više korisnika osigurava kontinuitet iznajmljivanja opreme, a time i efikasnost u sopstvenom poslovanju. Druga karakteristika ove vrste lizinga je da se ugovor o lizingu može u

svako doba otkazati. Korisnik lizinga ima pravo da opremu vrati davaocu i prije isteka perioda za koji je uzeta pod zakup ili da je zamijeni novom i savremenijom opremom. On će to učiniti u slučaju kada oprema postane tehnički zastarjela, kada se na tržištu pojave sredstva boljih tehničkih i proizvodnih performansi ili kada mu postojeća ne bude više potrebna (npr. uzeta u zakup sezonski). Obično je kod ovog posla proizvođač (isporučilac) istovremeno i davalac lizinga, a predmet lizinga su uglavnom automobili i ostala sredstva transporta, računari i neke manje mašine i alati. I kao treći, davalac lizinga je nosilac obaveza i rizika koji se odnose na rizik eventualnih gubitaka ili propasti opreme, rizik zastarjelosti kao i na troškove održavanja, servisiranja, nabavki rezervnih dijelova i komponenti, troškove popravki i ostalih usluga. Pravo svojine se ne prenosi na korisnika lizinga protekom roka na koji je ugovor o lizingu zaključen, već naknadnom kupovinom predmeta od strane korisnika po ugovorenoj (nižoj) cijeni koja po pravilu treba biti jednaka neotpisanoj vrijednosti opreme.

Finansijski lizing

Finansijski lizing se još naziva i kapitalnim ili full-pay-out lizingom. To znači da se u toku lizing perioda amortizuje skoro cjelokupna vrijednost opreme, a ukupni iznos svih lizing naknada veći je od stvarne vrijednosti predmeta lizinga. Ekonomski interes davaoca finansijskog lizinga se ogleda upravo u toj karakteristici. Kod ugovora o finansijskom lizingu ne postoji mogućnost opoziva. Ugovorenu zakupninu korisnik lizinga plaća bez obzira na to da li predmet lizinga zaista upotrebljava ili ne. Pravo svojine prenosi se na korisnika lizinga po isplati posljednje rate.

Finansijski lizing je dugoročni aranžman. Dugoročnost prije svega znači da rok na koji je ugovor zaključen odgovara ekonomskom vijeku proizvodnog korišćenja opreme. U tom periodu se predmet lizinga, kao što je rečeno, mora isplatiti u cijelosti. Zbog toga se i ugovor o finansijskom lizingu zove još i ugovor potpune amortizacije.

Finansijski lizing je trilateralna ekonomska transakcija. To znači da se u ovom poslu uvijek javlja i lizing kompanija, komercijalna banka ili druga finansijska organizacija koja se poslovima lizinga bavi redovno i profesionalno i ima ulogu davaoca lizinga. Ona najprije, na osnovu specifikacije opreme i proizvoda od strane primaoca lizinga kupi opremu od proizvođača ili trgovinskog preduzeća, a nakon toga istu opremu daje u lizing korisniku.

Sa aspekta finansija, finansijski lizing predstavlja specifični izvor finansiranja određenih investicionih projekata. Prilikom odlučivanja o vrsti investicije koja će se realizovati, investitor mora da donese odluku o načinu finansiranja iste. Pored finansiranja sopstvenim ili pozajmljenim kapitalom (putem emisije vrijednosnih papira ili zaduživanjem kod banaka), lizing se nameće kao dodatna opcija, kako u unutrašnjim tako i u međunarodnim investicionim poduhvatima.

Vrsta opreme koja može biti predmet lizinga

Prema predmetu lizinga razlikujemo više vrsta lizinga, među kojima su najznačajniji lizing investicione opreme, lizing kompletnih postrojenja i lizing pokretnih dobara. Pored ovih formi, u praksi su poznati i lizing neupotrebljivanih stvari kao i lizing upotrebljivanih stvari.

Lizing investicione opreme je takav oblik lizinga u kome se kao predmet lizinga javljaju pokretna investiciona dobra. Korisnik lizinga ugovara aranžman sa davaocem lizinga i uzima na korišćenje jedan ili više primjeraka raznih mašina, kao na primjer: građevinske mašine, dizalice, buldožere, poljoprivredne mašine, setovi IT opreme i sl. Ova vrsta lizinga predstavlja zakup investicione opreme za obavljanje opštih poslova u privredi veće vrijednosti kao i za poslovne poduhvate spoljnotrgovinskog tipa.

Lizing kompletnih postrojenja predstavlja u stvari lizing nepokretnih dobara kao što su čitava fabrička postrojenja, skladišta, hale, zgrade, hoteli i razni turistički objekti. S obzirom da se radi o objektima velike vrijednosti, period korišćenja je relativno dug, obično između 15 i 20 godina, a nakad i duže.

Lizing pokretnih dobara nije ništa drugo do davanje u zakup robe široke potrošnje relativno veće vrijednosti i dužeg vijeka trajanja. Kao predmet zakupa se uglavnom javljaju automobili, računari, razni alati i sl.

Ukoliko se u lizing daje potpuno nova stvar, tada se radi o *lizingu neupotrebljivanih stvari* (First-hand leasing). Oprema koja se iznajmljuje nije prethodno bila predmet zakupa. *Lizing upotrebljivanih stvari* (Sekund-hand leasing) je vid lizinga u kome se u zakup daju već korišćene stvari, uglavnom pokretna dobra.

4.2.2. Prednosti i nedostaci lizinga

Prilikom donošenja odluke o izboru modela finansiranja nabavke opreme neophodna je prethodna komparacija svih mogućnosti izvora finansiranja. Da li je povoljniji lizing ili samofinansiranje putem kredita, potrebno je procijeniti kod svakog slučaja posebno. Jedino se sa sigurnošću može tvrditi da je lizing aranžman povoljan onim subjektima privrednicima koji postižu kako efektivnost tako i efikasnost u poslovanju tj. samo dobrim privrednicima.

Prednosti lizinga su sljedeće:

1. Preduzeća, naročito mala i srednja, nisu uvijek u mogućnosti da kupe opremu neophodnu za pokretanje, proširenje ili modernizaciju svog poslovanja kao što i ne raspolažu uvijek sa sredstvima koja mogu podnijeti kao kolateralno obezbjeđenje (zaloga, hipoteka) za bankarske kredite.

2. Naknada za korišćenje predmeta korišćenja lizinga se otplaćuje od priliva gotovine (cash flow) koji se ostvaruje upotrebom predmeta lizinga, pa se u kolokvijalnom ugovoru često kaže da sredstvo otplaćuje samo sebe. Dobrom organizacijom i planiranjem amortizacije lizing naknade može se uklopiti da se svaka rata naknade pokriva prilivom novčanih sredstava po osnovu realizacije robe proizvedene zakupljenom opremom.

3. Izdaci na ime lizing naknade se tretiraju kao rashodi u bilansu uspjeha preduzeća. Lizing naknada je svojevrsni poreski priznat trošak i predstavlja odbitnu stavku od poreza.

4. Ako se kupovina opreme finansira putem bankarskih kredita teško da će bilo koja bankarska organizacija odobriti kredit u visini njene nabavne vrijednosti, a takođe će zahtjevati i sopstveno učešće gotovine. Lizing finansira znatno veći procenat opreme nego što to čini kredit.

5. Kao predmet se često javlja oprema koja pod dejstvom tehničko-tehnološkog razvoja brzo zastarjeva. Korisniku lizinga se više isplati da takvu opremu uzme u zakup nego da je kupi. Time on izbjegava rizik njenog tehnološkog zastarjevanja.

6. Kod brojnih lizing poslova, poslije isteka perioda korišćenja opreme, ista se vraća davaocu, a ugovor produžava uzimanjem u zakup novih i savremenijih modela (revolving lizing). Tako je korisnik lizinga u poziciji da kontinuirano koristi opremu najnovije tehnologije.

Pored navedenih prednosti, lizing transakcije imaju i nedostatke koji nisu niti mali i beznačajni niti zanemarljivi. Kao najveće i najznačajnije mane lizinga možemo navesti sljedeće:

1. Posmatrajući vrijednost ukupnog iznosa lizing naknada, dolazi se do zaključka da je lizing prilično skup način finansiranja nabavke opreme. Zbir svih rata u toku korišćenja lizinga znatno nadmašuje njegovu nabavnu vrijednost. Prilikom razmatranja strukture bazičnih troškova lizing kompanija rečeno je da u te troškove spadaju troškovi amortizacije opreme, troškovi finansiranja i održavanja, premije za razne vidove rizika i ostali materijalni i nematerijalni troškovi. Te troškove lizing preduzeće prevlađuje na korisnika putem lizing naknade. Međutim lista troškova koje korisnik treba platiti se tu ne završava. Na korisniku je da plati i akontaciju (učesće), razne administrativne takse, troškove pribavljanja neophodne dokumentacije radi procjene boniteta, troškove odobrenja ugovora i slično. Ovo samo potvrđuje činjenicu da lizing, jednostavno rečeno - puno košta. Uslijed svih ovih tereta koje treba da podnese korisnik, mnogi preduzetnici, mala i srednja preduzeća kao i pojedine nacionalne privrede nisu u mogućnosti da koriste lizing kao vid nabavke neophodne opreme.

2. U lizing poslovima davalac lizinga ima veću ekonomsku snagu i time se nalazi u povoljnijoj poziciji u odnosu na korisnika. Lizing kompanije bitno utiču (diktiraju) na uslove pod kojima se zaključuje ugovor o lizingu te pritom, može se slobodno reći, dolazi do neravnopravnosti ugovornih strana i ugrožavanja principa ekvivalentnosti uzajamnih obaveza. Na primjer, u našem zakonu stoji da ako korisnik lizinga zakasni sa isplatom jedne rate, što čini dospjelim i sve naredne, davalac lizinga stiće pravo na raskid ugovora o lizingu i pravo na povraćaj stvari. Korisniku tako ostaje dug iako je lišen predmeta lizinga.

3. Značajan nedostatak lizinga sa stanovišta korisnika je i to što se lizing naknada, po pravilu plaća odjednom, na početku perioda korišćenja (obično poslovne godine) tj. na dan isporuke ili čak unaprijed, što može da predstavlja znatno finansijsko opterećenje za korisnika, s obzirom da se radi o veoma velikim iznosima.

4. Lizing aranžmani kratkoročnog tipa mogu doprinjeti povećanju prijevremeno zastarjele opreme na tržištu, ukoliko korisnici ne žele da je odkupe po isteku ugovorenog roka. Zbog toga lizing kompanije nastoje da u ugovor unesu klauzulu o obaveznom otkupu opreme po završetku posla. To riješenje može biti neodgovarajuće za korisnika iz dva razloga. Prvo, takva oprema po pravilu veoma brzo zastarjeva pa njenim korišćenjem korisnik ne bi mogao da postigne optimalne proizvodne rezultate kao što bi to bio slučaj sa novom opremom. Drugo, prihvatanjem takvih uslova korisnik bi sebi unaprijed „vezao ruke“ jer on na taj način ne iznajmljuje, već unaprijed kupuje opremu samo što je odložen prenos prava svojine.

5. U vezi sa prethodnim nedostatkom, tako povećanu količinu zastarjele opreme koja je nakon davanja u lizing vraćena proizvođačima, razvijene zemlje izvoze u nerazvijene zemlje, kojima je bilo kakva tehnologija dobrodošla.

6. Prema grubim procjenama ekonomskih stručnjaka, razvijene zemlje u 60% slučajeva izvoze amortizovanu i upotrebljavanu opremu nerazvijenim zemljama. Bez obzira na tvrdnju da se otplate lizing naknade može ugovoriti kao fiksna, rastuća ili opadajuća ili se može prilagoditi potrebama korisnika, ipak veću fleksibilnost u ovom smislu imaju bankarski krediti. U zemljama u kojima je lizing u početnoj fazi razvoja, uslovi davanja opreme u lizing su još uvijek manje povoljni od kreditnih, prije svega zbog visokog stepena rizika. U tim uslovima je ipak lakše ugovoriti način servisiranja kreditnih obaveza od otplate lizing naknade.

7. Troškovi zastarjevanja sredstava se teško mogu izbjeći kada je ugovoren finansijski lizing jer je kod njega mogućnost opoziva isključen. Ugovorenu naknadu korisnik mora da isplaćuje sve do isteka lizing perioda, iako sredstva postanu zastarjela čak i kada se nalaze van upotrebe.

8. Država preko svoje ekonomske politike može da stimuliše ekspanziju lizinga, ali i da ga svojim mjerama ograničava. Naime, „nepovoljni poreski, carinski i računovodstveni propisi često umjesto da pogoduju razvoju lizinga, mogu se preobratiti u njegovu kočnicu“.

4.3.Međunarodni faktoring

Faktoring je sveukupan finansijski paket koji kombinuje finansiranje obrtnog kapitala, zaštitu od kreditnog rizika, finansijsko izvještavanje u vezi sa potraživanjima i usluge naplate potraživanja. Faktoring možemo definisati kao proces kupovine ili otkupa odeređenih potraživanja, pri čemu se kupcu odabrava određeni procenat popusta, odnosno diskonta na iznos fakture. Faktoring predstavlja proces u kom jedan faktor otkupljuje fakture koje su izdale kompanije, vladine ili nevladine institucije, plaćajući pritom cijenu koja je niža od nominalne vrijednosti tih faktura.

Za razliku od kredita kod koga se dobijaju sredstva uz obavezu vraćanja glavnice i unapred dogovorene kamate dinamikom koja je definisana ugovorom o kreditu, faktoring predstavlja kupovinu sredstava, odnosno potraživanja, pri čemu klijent faktoring kompaniji plaća određenu proviziju koja predstavlja cijenu za izvršenu uslugu. Upravo u navedenom se ogleda ključna razlika između kredita i faktoringa koja leži u činjenici da se kod faktoringa kompanija ne zadužuje već ona samo unapred naplaćuje potraživanje koje još uvijek nije dospjelo. Faktoring predstavlja složeni skup koji sačinjavaju različiti elementi, u kom glavno mjesto zauzima ugovor o faktoringu koji predstavlja instrument realizacije ciljeva ove finansijske transakcije.

U realizaciju faktoring posla uključene su tri strane od kojih svaka ostvaruje određene koristi od njega. To su: faktor, odnosno kupac, klijent, odnosno prodavac, i dužnik (klijentov kupac). Ulogu faktora najčešće obavljaju poslovne banke ili specijalizovane finansijske institucije koje ove poslove obavljaju kao svoju osnovnu ili sporednu delatnost, a pritom su finansijski i kadrovsko osposobljene da realizuju poslove koje ugovorima preuzimaju na sebe. Klijenti koji ulaze u faktoring aranžmane sa faktorima su u najvećem broju slučajeva mala i srednja privredna društva.

Faktoring se može javiti u sledećim oblicima:

- **Domaći i međunarodni** – zavisno od toga da li su prodavac i kupac u istoj zemlji
- **Regresni i bezregresni** – zavisno od toga da li je prodavac potraživanja voljan da garantuje za naplativost fakture

- **Otvoreni i skriveni** – zavisno od toga da li je kupac upoznat sa prenosom potraživanja. U našoj praksi se gotovo uvijek sprovodi otvoreni faktoring.
- **Avansni** (isplata 75-90% vrijednosti fakture) ili uz diskont (isplata 100% vrijednosti fakture umanjene za diskont)

Factoring pruža veliki broj prednosti preduzećima koja koriste ove usluge. Prije svega on im pruža priliku da blagovremeno reaguju na sve promjene koje se dešavaju na tržištima na kojima ona posluju, zato što im omogućava da u svakom trenutku naplate svoja nedospjela potraživanja i na taj način da mnogo brže reaguju na akcije koje preduzimaju njihovi konkurenti. Pored toga, faktoring u značajnoj mjeri umanjuje i troškove poslovanja koji nastaju kao posljedica aktivnosti na naplati potraživanja ili kao posljedica plaćanja kamata ne uzete kratkoročne kredite za obezbjeđivanje likvidnosti poslovanja.

Kao najvažnije prednosti koje faktoring sa sobom nosi mogu se nabrojati:

1. Brzo i lako pribavljanje novčanih sredstava, koja po pravilu nezahtjevaju dodatna ulaganja.
2. Faktoringom svojih nedospjelih potraživanja preduzeća mogu da pribave novčana sredstva koja su im neophodna za obavljanje tekućeg poslovanja, a da pritom za njih ne moraju da daju nikakve oblike dodatnog osiguranja.
3. Faktoring preduzećima omogućava da efikasno finansiraju svoje poslovanje, bez potrebe za uzimanjem bankarskih kredita i bez ulaska u složene administrativne procedure.
4. Efikasno i ekonomično trošenje sredstava. Preduzeće samo određuje dinamiku po kojoj će povlačiti sredstva koja mu stoje na raspolaganju na osnovu ugovora o faktoringu.
5. Korišćenjem faktoringa nedospjelih potraživanja preduzeće se može odlučiti da obaveze prema svojim dobavljačima ispuni prije roka njihovog dospjeća, može uvek biti u situaciji da na vrijeme plaća sve svoje obaveze, može napraviti ugovore o avansnom plaćanju sa najvažnijim dobavljačima i sl.

Ovo su samo neki od primjera kako preduzeća, uz pomoć faktoringa, mogu značajno da poboljšaju efikasnost svog upravljanja novčanim sredstvima koja im stoje na raspolaganju. Uz sve to, faktoring preduzećima pruža i mogućnost da svojim kupcima ponude povoljnije uslove odloženog plaćanja.

Ukoliko se radi o poslovima međunarodnog faktoringa, faktor na sebe preuzima i rizik naplate potraživanja od kupaca, tako da je klijent potpuno zaštićen od opasnosti da kupac ne plati svoje obaveze. Pored toga, faktoring kompanije svojim klijentima pružaju i sve vrste stručnih savjeta o načinima na koje bi oni mogli da poboljšaju svoje poslovanje sa kupcima.

Među najvažnije nedostatke faktoringa možemo ubrojati:

1. faktoring sa sobom nosi dodatne troškove poslovanja, što često dovodi do povećanja cijena proizvoda i usluga koje preduzeće nudi na tržištu. Preduzeća koja se previše oslanjaju na usluge faktoring kompanije mogu doživjeti preveliku prodajnu ekspanziju koju ne mogu da prate ostalim dijelovima organizacije.
2. prepuštanje previše poslova faktoring kompaniji može dovesti do gubitka dobrih odnosa sa klijentima, pre svega zbog činjenice da faktoring kompanija na sebe preuzima veći dio komunikacije sa njima.
3. troškovi faktoringa su po pravilu veći od troškova uzimanja kratkoročnih bankarskih kredita, što dovodi do povećanja cijena proizvoda.
4. izvoznici moraju biti sigurni da kupci neće imati primjedbe na kvalitet i karakteristike isporučenih proizvoda. Postoje kupci koji izričito insistiraju na tome da u kupoprodajni ugovor ne bude uključena treća strana.

Faktoring predstavlja kratkoročni izvor finansiranja koji se ne može koristiti za ispunjavanje svih potreba sa kojima se preduzeće susreće tokom svog poslovanja, jer faktor preuzima potraživanja klijenta samo u situacijama kada je siguran u solvenotnost. Faktoring kompanije prednost daju klijentima koji imaju manji broj potraživanja visoke pojedinačne vrednosti pa je klijent je oslobođen rizika naplate samo u situaciji kada je sa faktorom dogovorio faktoring bez regresa, dok u svim ostalim slučajevima klijent i dalje zadržava odgovornost za nenaplativost potraživanja, čak i u slučaju kada su ona diskontovana. Ukoliko se uzmu u obzir sve provizije koje plaća faktoru, kao i činjenica da su rizici gubitaka u velikom broju slučajeva na klijentu, faktoring se u nekim slučajevima može pokazati kao veoma skup način finansiranja.

4.4. Međunarodni forfeting

Forfetiranje je oblik finansiranja izvoznih kredita koji se realizuju prodajom izvoznog potraživanja banci ili specijalizovanoj instituciji uz odbitak odgovarajućeg fiksnog iznosa a na osnovu prezentovanja dokumenata kojima uvoznik garantuju otplatu duga. Na ovaj način izvoznik koji je prodao robu stranom kupcu na kredit stiče gotovinu, uz određeno umanjenje. Iako je ovaj posao sličan uobičajenom eskontu menica kod komercijalnih banaka, njega karakterišu duži rokovi otplate, koji se kreću i do sedam godina i prenos celokupnog rizika dužnikove obaveze na forfetera, odnosno banku ili finansijsku instituciju koja postaje nov poverilac. Iz navedenog razloga forfeter mora pažljivo da oceni kreditnu sposobnost uvoznika a za svoje obezbeđenje uobičajeno je da zahteva i garanciju prvoklasne banke što povlači troškove bankarske provizije. Pošto se forfetiran najčešće ugovara pre zaključenja izvoznog posla, to se trošak forfetiran uključuje u prodajnu cenu izvezene robe. Na taj način operaciju forfetinga plaća uvoznik ili, najčešće, krajnji potrošač.

Kroz mehanizam forfetiranja ubrzava se obrt kapitala i smanjuju angažovana sredstva izvoznika, što poboljšava njegovu likvidnost. Na taj način čak i nelikvidne organizacije mogu da izvoze na kredit, jer se ne ispituje njihova kreditna sposobnost, već bonitet vrednosnih papira uvoznika. Izvoznik ovim poslom prebacuje rizik spoljnotrgovinske transakcije na banku ili specijalizovanu instituciju čime povećava atraktivnost ovog oblika izvoza. Forfeting, s druge strane, svodi sopstveno učešće izvoznika na najmanju moguću meru i na posredan način smanjuje prednosti usaglašanih uslova za kreditiranje izvoza, na osnovu sporazuma OECD-a. prema kojima je uobičajeno da se obezbedi 15% sopstvenog udela od vrednosti posla.

4.5. Operativni transferi-BOT finansiranje

Zanimljivi su i oblici međunarodnih finansiranja pod nazivom build-operate-transfer (BOT) izgradi, koristi i predaj. To je model koji koristi privatne investicije za razvoj infrastrukture, i koji je tradicionalno u nadležnosti javnog sektora. Ovde je osnova tzv. projektno finansiranje, koje u stvari znači da zajmodavci za otplatu zajma više polažu na aktivu projekta i priliv prihoda, nego na druge načine obezbeđenja naplate (garancije, aktiva sponzora projekta i dr.). Sama koncepcija finansiranja je u sledećem: privatna kompanija dobija koncesiju da izgradi i koristi objekat koji bi u normalnim okolnostima izgradila i koristila država (aerodrom, autoput sa naplatnom rampom, postrojenje za prečišćavanje vode i sl.), s tim da ona preuzima odgovornost za finansiranje projekta, i da po isteku perioda koncesije

vlasništvo nad objektom vrati državi. Period koncesije određuje se, pre svega, dužinom vremena koje je potrebno da priliv prihoda od objekta otplati dug kompanije i obezbedi joj razumnu stopu prinosa za njene napore i rizike kojima je izložen.

Ima i drugačijih rešenja u ovom obliku finansiranja. Recimo: BOO (build, own and operate) izgradi, poseduj i koristi, odnosno bez obaveze predaje objekta, BOR (build, operate and renewal of concession) izgradi, koristi i obnovi koncesiju, BRT ili BLT (build, rent or lease and transfer) izgradi, uzmi u zakup ili iznajmi i predaj, BT (build and transfer immediately) izgradi i odmah predaj, BTO (build, transfer and operate) izgradi, predaj i koristi, MOT (modernize, own/operate and transfer) modernizuj, poseduj/koristi i predaj, ROO (rehabilitate, own and operate) obnovi, poseduj i koristi, ROT (rehabilitate, own and transfer) obnovi, poseduj i predaj i sl.

Ovi projekti pružaju značajan potencijal za transfer tehnologije i razvoj nacionalnog tržišta kapitala, kao i niz drugih prednosti. Radi toga, većinu BOT projekata prvo identifikuje vlada zemlje domaćina, a on da se putem javnog konkursa traže ponude za realizaciju projekta. Moguće je i da privatna kompanija prva identifikuje projekat, a zatim ga predloži vladi zemlje domaćina.

Koncepcija BOT finansiranja (infrastrukturnih projekata) ima određene prednosti za vladu zemlje domaćina:

- koristi privatno finansiranje kao novi izvor kapitala, smanjuje javno zaduživanje i direktne troškove, a često poboljšava kreditni rejting zemlje domaćina ,
- ubrzava se razvoj projekata koji bi inače morali da čekaju i da konkurišu za skromne i ograničene zvanične izvore finansiranja ,
- korišćenje kapitala, inicijative i znanja (know-how) privatnog sektora smanjuje troškove izgradnje projekta, skraćuje rokove i povećava efikasnost korišćenja resursa ,

- uključivanje iskusnih komercijalnih zajmodavaca obezbeđuje temeljno razmatranje i predstavlja dodatnu garanciju izvodljivosti projekta ,
- podstiče se razvoj nacionalnih tržišta kapitala i dr.

Pored toga, za razliku od potpune privatizacije, vlada zadržava kontrolu nad strateškim projektima, jer se oni krajem ugovorenog perioda vraćaju javnom sektoru, a i angažuju finansijska sredstva privatnog sektora koja bi inače bila nedostupna za infrastrukturne projekte. Ova dodatna finansijska sredstva omogućuju vladi zemlje domaćina da ubrza razvoj važnih projekata na čiju bi realizaciju inače trebalo čekati dok se ne obezbede sredstva iz oskudnih javnih izvora. Najzad, finansijske obaveze u okviru BOT projekata ne javljaju se kao direktne obaveze za vladu zemlje domaćina, što u pojedinim slučajevima može biti od političkog značaja, a može i poboljšati kreditni rejting zemlje. Posebno s toga što ekspertizu i stručnu pomoć za BOT projekte pružaju zainteresovani privatni konsultanti, te i organizacije kao što je UNIDO.

4.6. Strano direktno investiranje(SDI) i prekogranično preuzimanje

Ključni faktori koji determinišu odluke firmi da investiraju u inostranstvo su:

- trgovinske barijere
- imperfektnost tržišta rada
- intangible imovina (nematerijalna imovina)
- vertikalna integracija
- životni ciklus proizvoda
- diversifikacija usluga akcionarima

Trgovinske barijere

Medjunarodno tržište robe i usluga vlade svojim odlukama čine imperfektnim. Vlade mogu da propišu carine, kvote i druga ograničenja na uvoz i izvoz , onemogućavajući ili otežavajući slobodan prekogranični protok robe i usluga. Nekada vlade mogu da uvedu

potpuno ograničenje na međunarodnu trgovinu određenim proizvodima. Vlade regulišu međunarodnu trgovinu da bi povećale prihod, da bi zaštitile domaću proizvodnju ili da bi ostvarile neke druge ciljeve ekonomske politike.

Suočena sa ograničenjima izvoza proizvoda na strana tržišta, firma može da odluči da proizvodnju locira u strane zemlje, a u cilju izbegavanja ograničenja trgovine. *Klasičan primer investicija u stranu zemlju da bi se izbegle trgovinske barijere je bila investicija Hundai u Ohaju.* Kako automobili proizvedeni u Ohaju nisu predmet carina i kvota, Honda se opredelila da otvori fabriku u SAD, kako bi na njenom tržištu mogla da plasira svoje automobile.

Trgovinske barijere mogu da nastanu *prirodno* zbog transportnih troškova. Proizvodi kao što su rude i cement imaju veliku masu u odnosu na njihovu vrednost i nisu pogodni za izvoz zbog velikih transportnih troškova, koji u bitnoj meri smanjuju profitne marže. U tom slučaju SDI mogu da se učine da bi se smanjili transportni troškovi.

Imperfektnost tržišta rada

Pretpostavimo da Samsung, korejanski konglomerat želi da podigne fabriku za proizvodnju potrošne elektronike radi njihovog plasmana na tržište SAD. Pri opredeljenju za investiciju, on to neće učiniti u SAD ili u Kanadi, već u Meksiku, zbog niže cene radne snage i zbog postojanja NAFTA.

Intangible assets (nematerijalna imovina)

Coca Cola je investirala širom sveta licenciranjem lokalnih firmi da proizvode Coke. Ona je izabrala SDI kao način ulaska na strana tržišta, jer je želela da zaštiti formulu za svoje piće. (Coca Cola je 60-ih godina počela proizvodnju u Indiji i kada se našla pod pritiskom da otkrije recept proizvodnje, napustila je zemlju)

U izvesnim slučajevima MTK mogu da budu u prednosti u odnosu na domaće firme zahvaljujući tzv *intangible assets* kao što je ova koju Coca Cola poseduje. *Intangible assets podrazumeva tehnološki i menadžerski know how, superiorne sposobnosti, R&D i brand.* Ova imovina teško može da se pakuje ili prodaje. Vlasnička prava nad intangible assets je teško uspostaviti i zaštititi, posebno u stranim zemljama. Iz tog razloga firme mogu da ocene da u cilju povećanja profitabilnosti osnuju *strane ogranke* i da ostvari prinosa putem *internaciplizacije transakcija*. Teorija internacionalizacije može

da objasni zašto MTK a ne lokalne firme investiraju u projekte u stranim zemljama.

Prema *teoriji internacionalizacije SDI* firme koje imaju intangible assets sa vlasništvom javne robe tendiraju da direktno investiraju u strane zemlje sa ciljem da što više koriste ovu imovinu i u isto vreme izbegnu prisvajanje te imovine do čega može da dodje ako se transakcije obavljaju na stranim tržištima preko tržišnih mehanizama.

Vertikalna integracija

Pretstavimo da Royal Dutch Schell kupuje značajan deo sirove nafte za rafineriju od naftne kompanije u S. Arabiji koja ima naftna polja. U toj situaciji RDS može da se suoče sa brojnim problemima. Na primer, RDS bi želela da cene nafte padnu, dok naftna kompanija u SA želi da cene rastu. Ako kompanija u SA ima jaču pregovaračku poziciju, RDS će biti primorana da plati veću cenu što će imati svog efekta na profit firme. Tako, kako na svetskom tržištu cena fluktuiru jedna od dve firme može da se suoči sa povećanim rizikom. Konflikta između firmi koje žele da cene rastu i onih da cene padaju mogu da se prevaziđu *vertikalnom integracijom*.

Generalno, MTK mogu da vrše SDI u zemljama gde postoje inputi sa ciljem obezbedjenja inputa po stalnim cenama. Ako MTK imaju monopolsku/oligopolsku kontrolom nad tržištem inputa, to može da se pojavi kao barijera za ulazak u industriju. Mnoge žele da imaju pristup prirodnim / rudnim sirovinama i u tom smislu da imaju naftna polja, rudne depozite i šume. Pored toga da lociraju proizvodnju blizu prirodnih bogatstava sa ciljem smanjenja transportnih troškova.

U inostranstvu SDI mogu da imaju formu *forward vertikalnih SDI*, kada involviraju industriju u inostranstvu da bi prodavali proizvodnju MTK. Američki proizvođači automobila su imali problema sa plasmanom u Japanu, jer japanski dileri nisu imali običaj da plasiraju proizvode iz inostranstva. Da bi obezbedili pristup tržištu američki proizvođači automobila su počeli da grade sopstvenu mrežu dilera. To bi bio primer Forward (terminskih) vertikalnih SDI.

Životni ciklus proizvoda

Prema R. Vernon (1966) firme pristupaju SDI na odredjenom stepenu životnog ciklusa proizvoda. Vernon je tokom XX veka primetio, da se većina novih proizvoda, kao što su kompjuteri, televizori i automobili koji su proizvedeni u SAD prvi put ih prodaju na tržištu

SAD. Po Vernonovoj teoriji životnog ciklusa proizvoda, kada američka firma proizvodi novi proizvod, ona želi da proizvodnju zadrži u SAD, blizu potrošača. U ranoj fazi životnog ciklusa, tražnja za novim proizvodima je relativno neosetljiva na cene i firma pionir može da postavi relativno visoke cene. U isto vreme, ona stalno radi na poboljšanja proizvoda na bazi informacija koje dobija od potrošača.

Kako tražnja za novim proizvodom raste na stranim tržištima, firma pionir počinje da izvozi u te zemlje. Kako strana tražnja za proizvodom raste, američka firma, kao i domaća firma mogu da počnu proizvodnju u stranim zemeljama, kako bi se zadovoljila tražnja lokalnih tržišta. Kako se proizvod *standardizuje* i postaje *zreo*, postaje nužno da se smanjuju troškovi proizvodnje u cilju zadržavanja konkurentnosti. Strani proizvođač koji posluje u zemlji sa nižm cenom, počinje da izvozi proizvod u SAD. U isto vreme cenovne konsideracije mogu da izazovu američku firmu da napusti proizvodnju u SAD, odnosno da investira u stranu zemlju kako bi zatim te proizvode uvozila u SAD. Drugim rečima SDI počinju kada proizvodi dostignu *zrelost* i *cene postanu značajne*. SDI može da se objasni kao defanzivno kretanje, sa ciljem da se održi konkurentna sposobnost na domaćem i stranom tržištu.

Teorija životnog ciklusa zagovara ideju da vremenom SAD sa izvozne zemlje novog proizvoda se transformišu u uvoznju, sada već standardizovanog proizvoda.. Teorija je nastala analizom dinamičnih promena u mnogim proizvodima. Prvi kompjuteri su proizvedeni u SAD (IBM i Apple) i izvoženi su širom sveta. Kako su kompjuteri postali standardizovani proizvodi, SAD su postali uvoznici.

Treba reći da je Vernonova teorija nastala 60-tih godina kada su SAD bile najveća R&D zemlja. Proizvodne inovacije nastaju van SAD i stalno sa na tržište uvode novi proizvodi. Medjunarodni sistem proizvodnje je postao suviše kompleksan da bi mogao da se objasni samo teorijom životnog ciklusa proizvoda.

Diversifikacija usluga akcionarima

Firme mogu akcionarima da obezbede diversifikaciju usluga putem SDI u stranim zemljama. Kada firma ima imovinu u više zemalja, cash flow firme je medjunarodno diversifikovan. Tako akcionari mogu da imaju indirektnu korist od medjunarodne diversifikacije, čak i ako nemaju direktno stranu imovinu. Sa liberalizacijom portfolio investiranja u svetu tržišna imperfektnost kao motivacioni faktor SDI je postao manje važan.

Prekogranična M&A

SDI mogu da budu u formi *greenfield investicije*, što podrazumeva izgradnju nove proizvodnje u stranoj zemlji ili putem *prekograničnog M&A*, koje podrazumeva kombinovanje ili kupovanje postojećeg biznisa.

Oko 50% SDI tokova je u formi M&A. Firme mogu da udju u prekogranični M&A u cilju povećanja svoje konkurentne pozicije putem *preuzimanja imovine od drugih firmi* ili putem *korišćenja sopstvene imovine na široj osnovi*. Prekogranični M&A ima dve značajne prednosti nad *greenfield investicijom*: brzinu i pristup vlasništva.

Prekogranično preuzimanje biznisa je politički ozbiljno pitanje, jer većina zemalja želi da zadrži lokalnu kontrolu domaće firme. Bez obzira da ili ne M&A proizvode *sinergetsku dobit* i kako su te dobiti podeljene između firme koja preuzima i one koja je targetirana, one su od značaja sa stanovišta bogatstva akcionara i javne politike. Sinergetska dobit postoji kada je vrednost kombinovane firme veća nego stand-alone vrednovanje pojedinačnih firmi.

Kao što je pomenuto, imperfekcija na tržištu intangible imovine može da bude od značaja u motivisanju firmi za prekogranično preuzimanje.

4.6.1. Politički rizik i SDI

Kako meriti i upravljati političkim rizikom?

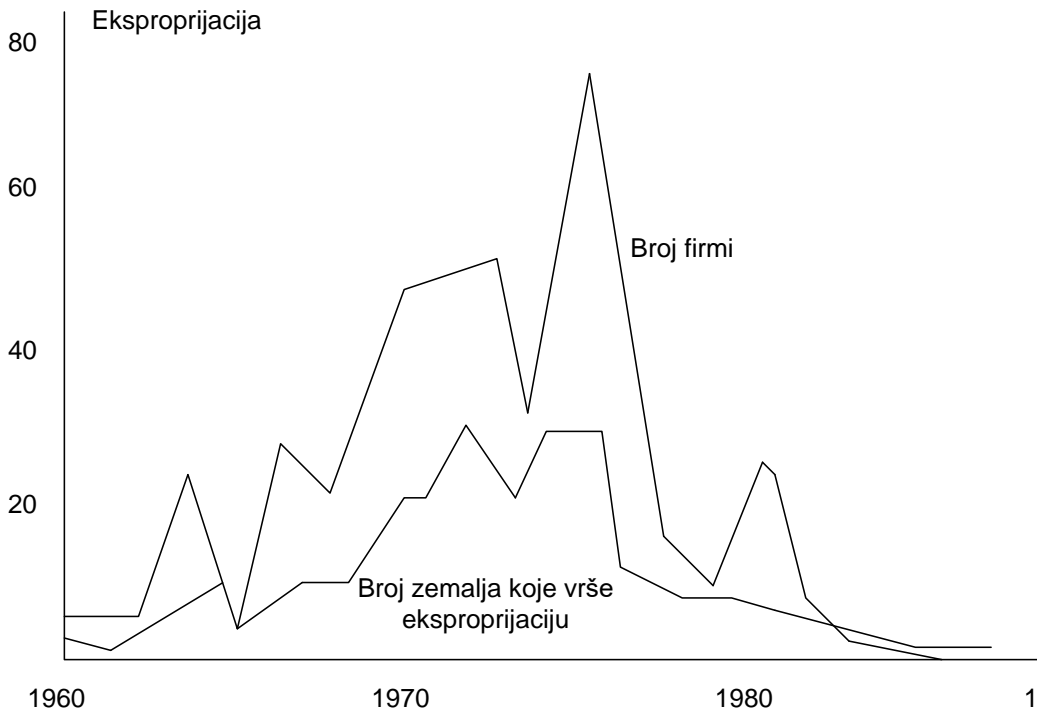
1. *Makro rizik* , kada su sve strane operacije pod uticajem neprijateljskog političkog razvoja u zemlji domaćinu.
2. *Mikro rizik* kada su samo izabrana područja za strano poslovanje ili pojedine firme pod uticajem mera domaće zemlje.

Komunistička pobjeda u Kini 1949 je primer makro rizika, dok je primer poslovanja Enron u Indiji primer mikro rizika.

Zavisno od načina na koje firme pod uticajem, politički rizik može da se klasifikuje na :

1. *Transforni rizik* , koji nastaje zbog neizvesnosti od prekograničnog kretanja kapitala, plaćanja, know how i sl.
2. *Operacioni rizik* , koji je vezan za neizvesnost politike zemlje vezane za lokalno poslovanje MTK
3. *Kontrolni rizik* koji nastaje zbog neizvesnosti oko politike zemlje domaćina prema vlasništvu i kontroli lokalnih operacija.

Primeri transfernog rizika uključuje neočekivano nametanje kontrole kapitala i poreza na dividende ili kamatnog plaćanja. Primeri operacionog rizika sa druge strane uključuju neočekivane promene u politici zaštite čovekove okoline, zahteva vezanim za lokalne resurse, zakona o minimalnim nadnicama i ograničenja pristupa lokalnim kreditnim olakšicama. Primer kontrolnog rizika uključuje ograničenja koja se sastoje u ograničenju stranog vlasništva, mandatorski transfer vlasništva na lokalne firme u odredjenom periodu vremena i nacionalizacija lokalnih operacija MTK.



Politički rizik nije jednostavno meriti. Kada je « Enron» potpisao ugovor da podigne elektranu u Indiji možda je mogao da anicipira pobeđu Hindu nacionalističke partije. Mnogi biznismeni koji su radili u Hong Kongu su bili nervozni zbog namera Pekinga u periodu posle 1997. Ako bi Hong Kong došao pod kinesku jurisdikciju, pravila igre bi se promenila.

Eksperti za politički rizik navode sledeće faktore:

- Politički i vladin sistem u zemlji domaćinu. Ako u zemlji postoji veći broj političkih partija i često se menjaju vlade, može da dodje do diskontinuiteta i nekonzistentnosti politika i samim tim do porasta političkog rizika.
- Iskustva sa pojedinim političkim partijama i njihova realna snaga. Politička orijentacija partija i istorijsko iskustvo mogu da daju dovoljno osnova o mogućem vođenju privrede. Ako je politička orijentacija nacionalistička ili suviše socijalno obojena to može da bude na štetu stranog investitora.
- Integrisanost u svetski sistem. Ako je zemlja politički i ekonomski izolovana od sveta manje će voditi računa o vladavini prava (S. Koreja, Iran, Libija i Kuba) Ako je zemlja članica međunarodnih organizacija ili integracija – EU, OECD

i STO mora da se ponaša prema pravilima igre, čime se smanjuje politički rizik. Od kako je Kina ušla u STO, smanjen je politički rizik ove zemlje.

- Etnička i religijska stabilnost zemlje domaćina. Realna i politička agresija na zemlju od strane susedne zemlje povećava politički rizik. Tipičan primer je Kuvajt, a J.Koreja i Tajvan potencijalno mogu da se nadju u istoj situaciji. Izrael i arapske zemlje su već suočene sa ovom vrstom rizika.
- Ključni ekonomski indikatori. Politički rizik nije u potpunosti nezavistan od ekonomskog. Stalni trgovinski deficit može da dovede da zemlja dužnik ne može da izvršava svoju obavezu po dugu. Velika nejednakost u distribuciji prihoda (na primer L. Amerika) i pogoršanje životnog standarda mogu da dovedu do političke neravnoteže.

MTK mogu da koriste domaće eksperte, ali češće uzimaju strane, koji profesionalno procenjuju politički rizik. « Euromoney» svake godine objavljuje country risk tabelu za zemlje članice MMF. Velike banke takodje prave svoje procene političkog rizika (Morgan Stanley, J.P. Morgan i sl)

Ključno pitanje je kako upravljati političkim rizikom?

- 1) Prvo, MTK može da zauzme konzerativan pristup prema stranim projektima ako je suočena sa političkim rizikom. Ako je strani projekat izložen političkom riziku, MTK može eksplicite da politički rizik uključi u proces budžetiranja kapitala i prilagoditi NPV. To može da učini ili *smanjenjem očekivanog cash flow ili povećanjem cene kapitala*. MTK će prihvatiti strani projekat samo ako je NPV pozitivna, ali ne samo to, nego i ukoliko daje natprosečni profit. MTK može da upotrebi geografsku diversifikaciju stranih investicija kao sredstvo za smanjenje političkog rizika, po pravilu da se sva jaja ne stavljaju u istu korpu.
- 2) Drugo, kada je MTK odlučila da udje u strani projekat, ona može da preuzme razne mere u cilju minimiziranja izloženosti političkom riziku. To može da učini formiranjem *joint venture* sa lokalnom kompanijom. Ideja je da vlasnik projekta ostane lokalna firma, tako da će vlada pokazati manje sklonosti ka eksproprijaciji. MTK može da razmotri mogućnost formiranja *konzorcija međunarodnih kompanija* čime smanjuje izloženost političkom riziku i eksproprijaciju poskupljuje. MTK može da koristi i *lokalni dug* za finansiranje stranog projekta, jer u slučaju da vlada preuzme neke akcije koje su suprotne

interesima MTK te akcije neće pogoditi i MTK koja koristi lokalni dug.

Analiza političkog rizika Madjarske

Snaga	Slabost				
<i>Politička</i>					
* Blag prelaz na višepartijski sistem	* Locirana nanestabilnom regionu				
* Pro-reformaska vlada i opozicija	* Nesigurnost u odnosima sa Slovačkom				
* Kandidat za članstvo u EU					
* Etnički homogena					
* Rad je za reformu					
<i>Ekonomska</i>					
* Brzo napreduje u ekonomskim reformama	* Vežanost za uvoz nafte				
* Smanjuje deviznu kontrolu	* Treba završiti glavno ekonomsko restrukturiranje				
* Značajno liberalizovan trgovinski sistem	* Slabe performanse budžeta				
* Uspešno ostvareno preusmeravanje trgovine sa istoka na zapad	* Visoka i rastuća nezaposlenost				
* Zemlje OECD učestvuju sa 70% u trgovini					
* Brza akumulacija deviznih rezervi					
* Pobołjšane performanse tekućeg računa					
* Brz rast stranih investicija					
* Brzo popravljjanje dužničkog profila					
Ključni ratio brojevi (%)	1987	1988	1989	1990	1991
Spoljni dug / Prihod tekućeg računa	327	299	266	218	177
Serviranje duga / Prihod tekućeg računa	63	5.4	1447:	44	32
Bilans tekućeg računa / GDP	-3.4	-2.9	-5.0	0.8	0.8
Pokrivenost uvoza	3.9	3.5	2.5	2.1	5.2
Budžet (% GDP)	-3.3	-0.2	-2.1	0.9	-4.1

- 3) Treće MTK mogu da se osiguraju od političkog rizika. Takva osiguravajuća politika koja je moguća u mnogim razvijenim zemljama je od posebne koristi za male firme ili one koje su nedovoljno osposobljene da se nose sa političkim rizikom. U SAD postoji OPIC(Overseas Private Investment Corporation) koja osigurava od a) nekonvertibilnosti strane valute b) ekproprijacije američke imovine u inostranstvu, c) uništenje američkog vlasništva zbog rata, revolucije i drugih nasilnih političkih događaja u stranoj zemlji i d) gubitka poslovnog prihoda zbog političkog nasilja. Primarni zadatak OPIC je podsticanje američkih investicija u zemlje u razvoju.

Poseban tip političkog rizika sa kojim se suočavaju MTK i investitori je *korupcija povezana sa zloupotrebom javnih ovlašćenja u privatne svrhe*. Investitori mogu da se suoče sa mitom plitčara i vladinih službenika da bi dobili posao. Ako kompanija odbije da plati za preduzimanje (grease payment) može da ne dobije ugovor. Korupcija može da se nadje u celom svetu, ali je veći problem u ZUR i u tranzicionim privredama. Godine 1997 u okviru OECD je usvojen sporazum kojim se zabranjuje mito stranih zvaničnika. Drugi poseban rizik sa kojim se kompanije suočavaju su *reketi* od strane mafije koja postoji u pojedinim zemljama.

4.7.Međunarodno portfolio investiranje

Portfolio investicije predstavljaju ulaganja kapitala kroz kupovinu hartija od vrednosti. U smislu internacionalnog finansiranja, one znače držanje stranih hartija od vrednosti kod domaćih rezidenata. Osnovni cilj portfolio investicija jeste sticanje odgovarajućeg prinosa u vidu kamate ili dividende ili na bazi promene kursa hartija od vrednosti. Za razliku od stranih direktnih investicija, koje idu u pravcu razvijanja i organizovanja poslovne delatnosti u inostranstvu, širenja tržišta i sl., kod portfolio investicija ne postoji takva poslovna nastojenost, već pre svega motiv zarade, i to po pravilu po osnovu kamate kao fiksnog prinosa i dividende.

Portfolio ulaganja su danas na finansijskim tržištima preovlađujući tip međunarodnog investiranja privatnog kapitala. Ovde je isključivi cilj investitora sticanje što stabilnijeg dohotka, ali često naglašenog i imanentnog faktora „lščekivanja" promene kursa vrednosnih papira.

Kod portfolio investicija, novčani transfer uvek prethodi realnom transferu, i to u celom iznosu investiranja. To znači da se

realni transfer u celosti vrši kroz promene u dohotku u procesu njegovog multipliciranja. Pored toga, direktne investicije uvek računaju sa izvesnim ekonomiziranjem kapitalom, odnosno nastoje privući i domaći kapital zemlje uvoznice. Toga kod portfolio investicija nema, tako da one predstavljaju isključivi angažman stranog kapitala.

Ove investicije se, dakle, kreću isključivo poslovnim kanalima i poverenjem publike koja nije u takvoj meri poslovno orijentisana kao direktni investitori koji predstavljaju prave preduzetnike. Portfolio investitori predstavljaju zato mnogo širu publiku i poslovno manje angažovanu kategoriju investitora. Naime, ta kategorija mnogo više polaže na sigurnost plasmana i stabilnost prihoda. Drugi motivi, uglavnom, nisu prisutni.

4.7.1. Emitovanje hartija od vrednosti

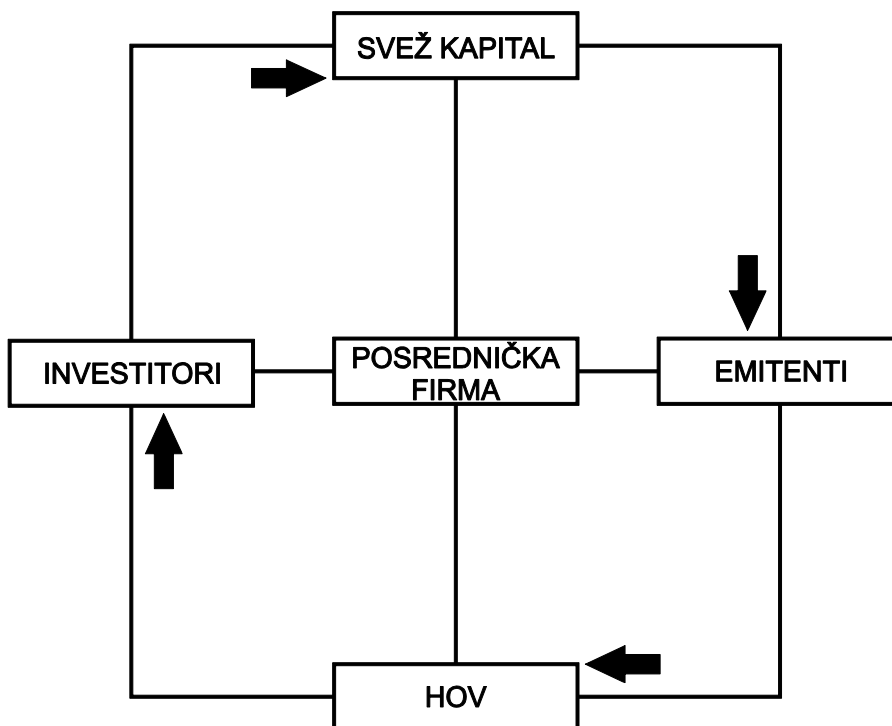
Emitovanje hartija od vrednosti na finansijskom tržištu, vrši se radi prikupljanja potrebnih novčanih sredstava i to radi početka poslovanja ili povećanja obima delatnosti. Primarna emisija hartija od vrednosti vrši se na propisan način, preko posredničkih finansijskih organizacija, koje moraju ispunjavati zakonom propisane uslove. Postupak i ispunjenost uslova za emitovanje hartija od vrednosti u svim zemljama nadgleda posebna komisija za hartije od vrednosti.

Investitori (pojedinci, porodice, preduzeća, banke i država), ulažu deo svog novčanog kapitala na sekundarnom tržištu, odnosno kupuju hartije od vrednosti sa motivom da ostvare željeni prinos. U prvom krugu, pojedinci i investitori, pozajmljuju svoj novac državi, korporacijama, bankama i agencijama u zamenu za hartije od vrednosti. Ako se na primer radi o obveznici kao hartiji od vrednosti, sklapa se ugovor u formi ugovora o kreditu sa iznosom, kamatnom stopom, rokom dospeća i ostalim bitnim elementima. Emitenti hartija od vrednosti (država, korporacije, banke i agencije), prikupljaju na taj način potrebna sredstva, koja zatim ulažu u investicione projekte infrastrukture, izgradnja fabrika, postrojenja i nabavku opreme.

Cilj je povećanje profita i zadovoljenje određenih potreba. Iz tako ostvarenog profita, isplaćuje se vlasniku hartije od vrednosti ostvarena zarada. Ako se radi o obveznici, onda se isplaćuje dospela kamata i glavni dug. Materijalni motiv je dividenda, a nematerijalni motiv je učešće u upravljanju i odlučivanju u deoničkom društvu. Deonički kapital je nepovratan. Na ovaj način završava se drugi ciklični tok, jer se uložena sredstva investitoru vraćaju. Kod obveznica na primer, investitoru se vraća nominalna vrednost uloženog kapitala i kamata, a kod deonica povraćaj se vrši u vidu isplate dividendi, stiče se pravo

učesća u imovini i pravo upravljanja i odlučivanja po osnovu vlasništva deonica.

U postupku emisije hartija od vrednosti uključena je centralna banka koja daje ocenu boniteta budućeg emitenta, zatim državna komisija koja odobrava emisiju i na kraju berza, koja odobrava kotaciju hartija od vrednosti na tržištu kapitala. Tek nakon registracije emisije hartija od vrednosti, pristupa se štampanju, a onda sledi postupak prodaje emitovanih hartija od vrednosti. Prodaja se vrši preko posrednika, brokera i dilera na finansijskom tržištu.



Prikaz 1-1: Emitovanje hartija od vrednosti

Ovlašćene institucije ili pojedinci brokera, su posrednici u kupoprodaji hartija od vrednosti. Postupak kupoprodaje hartija od vrednosti sprovodi se tako, što investitor (kupac) uplati određeni iznos novčanih sredstava u vidu depozita na poseban račun. Investitor sklapa ugovor sa posrednikom brokerom, koji u određenim slučajevima može da pozajmi nedostajući iznos novčanih sredstava kupcu. Taj deo pozajmljenih sredstava tretira se kao kredit na koji se plaća kamata. Za svoje usluge broker naplaćuje naknadu odobrenu od strane komisije za

hartije od vrednosti. Kupac posle obavljene prodaje hartije od vrednosti, vraća pozajmljena sredstva brokeru. Rizik kupovine hartije od vrednosti pada na kupca, tako da eventualni gubitak usled razlike u ceni pri kupovini hartije od vrednosti pada na teret kupca.

Kretanje cena obveznica i akcija na tržištu kapitala je u obrnutom odnosu sa kretanjem kamatnih stopa. Povećanje kamatnih stopa izaziva smanjenje vrednosti obveznica i akcija. Ovo se dešava za vreme ekonomske krize i recesije. Smanjenje kamatne stope izaziva povećanje vrednosti obveznica i akcija. Ovo se dešava u periodu ekonomskog prosperiteta i rasta investicija.

4.7.2.Portfolio finansijski instrumenti

Obveznice

Obveznice predstavljaju vrstu zajma, pri čemu se zajmoprimac-emitent obavezuje da će licu naznačenom na obveznici-investitoru ili po njegovoj naredbi⁴, odnosno donosiocu obveznice isplatiti iznos nominalne vrednosti obveznice i ugovorenu kamatu. Ono što razlikuje obveznice od većine drugih vrsta zajmova je to što su one prenosive (negocijabilne). Primarni investitor, pod uslovom da funkcioniše sekundarno tržište, može prodati obveznicu i time ponovo, pre roka dospeća obveznice, doći do likvidnih sredstava.⁵

Obveznica se, po pravilu, sastoji od plašta i kamatnih kupona. Plašt sadrži ključne podatke o obveznici: oznaku da je obveznica i oznaku vrste obveznice, podatke o emitentu, kupcu (naziv i sedište kupca ili oznaka da je na donosioca), podatke o garantu, nominalnoj vrednosti, godišnjoj kamatnoj stopi, datumima i mestu isplate kamata, mestu i roku dospeća obveznice, procentu učešća u dobiti (ukoliko je obveznica participativna), serijski i kontrolni broj, faksimil potpisa ovlašćenog lica emitenta obveznice. Obveznice koje se ne isplaćuju u jednom iznosu, pored plašta imaju i kamatne kupone, koji sadrže relevantne podatke za isplatu kamate: oznaku serije i broj kupona, visinu kamate, datum dospeća, mesto i način plaćanja kamate, faksimil potpisa ovlašćenog lica i pečat emitenta.

⁴ Ukoliko je obveznica na ime.

⁵ Postojanje sekundarnog tržišta takođe je i pretpostavka da emitenti mogu emitovati obveznice sa dužim rokovima dospeća.

Postoji veliki broj različitih vrsta obveznica, koje se mogu klasifikovati po različitim osnovama:

- **Prema načinu ostvarivanja prava:**

- *Obveznice na ime.* Ove obveznice se prenose indosamentom. Vlasnik naplaćuje kamatu podnošenjem kamatnog kupona emitentu, a za isplatu glavnice plašt.

- *Obveznice na donosioca.* Prenose se prostom predajom, naplaćuje se istovetno kao i obveznica na ime, a ukoliko se obveznica na donosioca izgubi ne može se tražiti izdavanje nove.

- **Prema načinu obezbeđenja prava:**

- *Garantovane,* čiji emitenti mogu biti savezna država, republike, pokrajine, opštine, gradovi ili razne državne neprofitne organizacije. Kako za njihovo izmirenje garantuje država, one praktično nemaju kreditni rizik pa nude najmanje kamatne stope, a sa druge strane imaju najviše cene.

- *Negarantovane,* za koje ne postoji garancija izvršenja obaveze emitenta. Kratkoročne negarantovane obveznice se nazivaju note (*note*), a dugoročne debenture (*debentures*).

- *Hipotekarne založnice (mortgage bonds)* su obveznice obezbeđene hipotekom na određenu aktivu pri čemu postoji više različitih klauzula u ugovoru o hipotekarnoj obavezi: “*closed-end*” klauzula emitentu zabranjuje emitovanje novih hartija od vrednosti na istu aktivu, “*open-end*” klauzula omogućava emitovanje sa hipotekom na istu aktivu, dok “*limited open-end*” to pravo daje samo do određenog iznosa. Ukoliko se kao obezbeđenje koristi zaloga drugih hartija od vrednosti takve obveznice se nazivaju kolateralne obveznice (*collateral trust bonds*).

- **Prema prinosu:**

- *Sa fiksnom kamatnom stopom,* koje, kao što im i ime govori, imaju fiksnu kamatnu stopu.

- *Sa promenljivom kamatnom stopom.* Ove obveznice su posebno podesne u uslovima visoke inflacije, a kamatne stope se usklađuju prema rastu cena na malo (indeksirane obveznice) ili prema kamatnim stopama na kratkoročne hartije od vrednosti (blagajničke ili komercijalne zapise).

- *Sa pravom učešća u dobiti (participativne obveznice)* daju pravo imaoocima da, pored kamate, učestvuju i u podeli neto dobiti emitenta. Posebnu kategoriju čine tzv. *zamenljive (konvertibilne) obveznice* koje imaju opciju zamene za unapred utvrđen broj akcija, što u slučaju rasta tržišne cene akcija omogućava investitorima da ostvare dodatni prinos.

- **Prema načinu ostvarivanja prava na kamatu:**

- *Obveznice bez kupona (zero coupon bonds)*, koje se prodaju uz diskont, a kamata se isplaćuje odjednom, u roku dospeća.

- *Obveznice sa kuponima*, kod kojih se kamata isplaćuje periodično, najčešće 2 puta godišnje, a ređe kvartalno.

- **Prema roku dospeća:**

- *Kratkoročne*, po pravilu sa rokom dospeća do jedne godine.

- *Dugoročne*, sa rokom dospeća preko jedne godine⁶.

- **Prema poreklu, odnosno mestu emitovanja:**

- *Domaće*, koje su emitovane na domaćem finansijskom tržištu.

- *Inostrane*, koje se emituju u inostranstvu, po propisima zemlje u kojoj se emituju, u cilju prikupljanja sredstava sa tih područja. U najpoznatije obveznice te vrste spadaju tzv. “*Yankee*” obveznice, koje emituju strane kompanije u dolarima u SAD. U Velikoj Britaniji ova vrsta obveznica se naziva “*Bulldog*”, u Japanu “*Samurai*”, u Holandiji “*Rebrandts*”.

- *Evroobveznice* su obveznice koje se prodaju širom sveta, a London predstavlja sedište njihovih transakcija. Emituju se u različitim valutama, potpuno su konvertibilne i relativno stabilne. Jedna od glavnih prednosti ovih obveznica je povoljan poreski tretman, pa usled toga ove obveznice nose niže kamate.

- **Prema emitentima:**

- *Obveznice javnog sektora*,⁷ su obveznice emitovane od strane državnih organa (npr. Trezora u SAD⁸), vlada država, vladinih agencija, lokalnih organa uprave (koji emituju obveznice u cilju finansiranja škola, auto-puteva, aerodroma, univerziteta i sl.) ili javnih korporacija (*Government agency/Corporation Bonds*) kao što su železnica ili pošta, a u cilju prikupljanja sredstava za pokriće budžetskih deficita, sezonskih fluktacija u naplati poreza ili za razvoj pojedinih privrednih delatnosti. Popularnost su stekle posebno kod investitora koji imaju averziju prema riziku jer su praktično oslobođene određenih vrsta rizika (rizika bankrotstva- npr. *U.S. Treasury bonds*). Veliki emitenti su i razni lokalni organi (opštine, gradovi, regije i sl.) koji emituju tzv. *municipalne obveznice (municipal bonds)* koje investitorima nude određene poreske olakšice. Tržište obveznica državnog sektora je veoma likvidno, smatraju se finansijskim instrumentima bez rizika i kamata na ovom

⁶ U SAD i V. Britaniji obveznice sa dospećem od 1-10 godina su srednjoročne, a one preko 10 godina (najčešće od 10-30 god.) su dugoročne.

⁷ Sa kojima je počela šira primena obveznica.

⁸ Trezor SAD emituje srednjoročne obveznice *T-notes* sa rokom dospeća od 2-10 godina, koje se emituju svakog meseca i dugoročne obveznice *T-bonds* sa rokom dospeća od 10-30 godina, koje se emituju kvartalno.

tržištu je reper za određivanje ostalih kamatnih stopa u mnogim zemljama.

o *Obveznice privatnog sektora* emituju korporacije, finansijske organizacije, a u cilju prikupljanja sredstava za krupnija, kapitalna ulaganja.

Utvrđivanje vrednosti obveznica

U osnovi, postoje dva osnovna tipa vrednosti obveznice. Svaka obveznica ima **nominalnu vrednost**, koja predstavlja njenu emisionu vrednost. Praktično nominalna vrednost predstavlja glavnicu duga, odnosno predstavlja vrednost koja će biti isplaćena vlasnicima obveznica na dan njihovog dospeća. Emitenti, po pravilu, vode obveznice u svom knjigovodstvu po nominalnoj vrednosti. Za razliku od nominalne, **tržišna vrednost** predstavlja cenu koja je formirana na sekundarnom tržištu obveznica kroz odnos ponude i tražnje.

Kako obveznice daju pravo vlasniku na kamatu i glavnicu u budućnosti, investitor će biti spreman da za obveznicu plati onoliko kolika je sadašnja vrednost budućih prihoda. Najjednostavnije je izračunavanje vrednosti **obveznice bez kupona**:

$$P = \frac{NV}{(1+r)^n},$$

gde je:

P= sadašnja tržišna cena obveznice,

NV=nominalna vrednost obveznice,

r=stopa prinosa do dospeća,

n=period vremena do dospeća.

Kako se obveznice bez kupona isplaćuju jednokratno, one se moraju ponuditi po ceni koja je niža od nominalne, odnosno one se prodaju uz diskont.⁹

⁹ Na ovaj način se rešavaju dve stvari: rešava se način plaćanja kamate i povećava se njihova atraktivnost.

Sadašnja vrednost **obveznica sa kuponima**, koje se mnogo češće emituju, se dobija diskontovanjem budućih periodičnih primanja po osnovu kamata i glavnice na dan dospeća:

$$P = \frac{C}{(1+r)} + \frac{C}{(1+r)^2} + \frac{C}{(1+r)^3} + \dots + \frac{C + NV}{(1+r)^n},$$

(IV-2)

gde je:

C=godišnja isplata kupona.

Akcije

Postoje brojne definicije akcija, zavisno od pristupa i shvatanja njihove suštine od strane autora, ali se u najkraćem akcija može definisati kao hartija od vrednosti koja u nominalnom vrednosnom izrazu predstavlja deo kapitala (glavnice) kapitalističkog preduzeća organizovanog u formi akcionarskog društva koja vlasniku daje određena prava.¹⁰

Akcije možemo, shodno brojnim obeležjima, deliti na više načina:

- Prema **redosledu izdavanja** razlikuju se osnivačke, odnosno akcije prve emisije i akcije narednih emisija (druge, treće, itd.).
- S obzirom **na vreme na koje se izdaju** razlikuju se privremene i stalne akcije.
- Prilikom emisije akcija moguće je razlikovati dva **stanja** u kojima se akcije mogu naći i to kao autorizovane–odobrene akcije i kao emitovane–stvarno izdate akcije.
- Prema **načinu učešća u akcijskom kapitalu** akcije mogu biti nominovane (sa nominalnom vrednošću) i kvotne akcije.
- Prema **nosiocu prava** iz hartije od vrednosti akcije mogu biti na ime, na donosioca, vinkularne i mešovite akcije.
- U pogledu **prava glasa** u skupštini akcionara i u upravljanju akcionarskim društvom akcije se mogu podeliti na akcije bez prava glasa, akcije sa ograničenim pravom glasa, akcije sa

¹⁰ Prof.dr.Stevan Kukoleča, *Organizaciono poslovni leksikon izraza, pojmova i metoda*, IRO RAD, Beograd, 1986, str.39

običnim pravom glasa i akcije sa pravom na više glasova (uvećanim pravom glasa).

- Sa aspekta **uplaćenosti akcijskog kapitala** akcije se dele na besplatne (gratis ili slobodne), delimično uplaćene akcije i potpuno uplaćene akcije.
- Prema tome **koliko akcija predstavljaju** akcije se dele na zbirne, osnovne i zajedničke akcije.
- Prema **pravu na dividendu** akcije se dele na obične, prioritetne i užitničke. Prioritetne ili preferencijalne akcije mogu biti kumulativne, nekumulativne, participativne i zamenjive prioritetne akcije.

Generalno posmatrano, ne ulazeći u vrste akcija kojima akcionari raspoložu, imaocima akcija pripadaju sledeća prava:

1. Pravo na akciju
2. Pravo na upis u knjigu akcija
3. Pravo na glas
4. Pravo na dividendu
5. Pravo na novu akciju
6. Pravo preče kupovine akcija
7. Pravo na udeo u imovini
8. Pravo da se akcije zalažu ili da se njima izmiruju obaveze
9. Pravo na prenos vlasništva
10. Pravo na pregled poslovnih knjiga

Vrednovanje akcija

Postoji više termina kojima se u teoriji i praksi izražava vrednost akcija. Kao najčešći se mogu izdvojiti:

1. Nominalna vrednost
2. Knjigovodstvena vrednost
3. Tržišna cena
4. Unutrašnja (suštinska) vrednost

Nominalna vrednost akcija (*face-par value*) je vrednost po kojoj se akcije emituju, tako da ta vrednost pomnožena brojem emitovanih akcija predstavlja nominalnu vrednost emitovanog kapitala. Nominalna vrednost akcija je značajna za akcionara, pre svega, kao osnova za utvrđivanje prava glasa i prava na dividendu. Međutim u situacijama kada je privreda inflatorna usled čestih denominacija valute, kao i

visokih stopa revalorizacije, vezivanje za nominalnu vrednost stvara puno problema. Praktično, u cilju ostvarenja prava koja im pripadaju po osnovu posedovanja akcija, za akcionare je mnogo lakše i značajnije da znaju procenat učešća njihovih akcija u ukupnom akcionarskom kapitalu. Da bi se izbeglo preterano vezivanje akcionara za nominalnu vrednost praktikuje se i izdavanje akcija bez nominalne vrednosti. U tom slučaju za nominalnu vrednost se praktično uzima ona vrednost po kojoj se akcije prodaju investitorima.

Knjigovodstvena vrednost akcija se dobija deljenjem ukupne knjigovodstvene vrednosti akcionarskog kapitala sa brojem emitovanih akcija. Knjigovodstvenu vrednost akcionarskog kapitala čini zbir nominalne vrednosti emitovanih akcija, rezervi (emisione premije, revalorizacionih rezervi, zakonskih rezervi, statutarnih i drugih rezervi) i zadržanog profita (neraspoređena dobit).

Tržišna cena akcija je svakako najvažniji tip cena akcija i predstavlja cenu koja se uspostavlja kroz odnos ponude i tražnje na sekundarnom finansijskom tržištu. Cilj akcionara je da se tržišna cena njihovih akcija maksimizira, odnosno da se maksimizira njihovo bogatstvo.

Unutrašnja (suštinska) vrednost akcija pokazuje koliko akcija sa svojom prinostnom snagom i rizikom treba da bude plaćena. Prinostna vrednost se procenjuje na osnovu analize svih relevantnih ekonomskih, finansijskih, računovodstvenih i drugih činilaca, bez uzimanja u obzir ličnih stavova kupaca i prodavaca. Ova vrednost je osnova za ocenu podcenjenosti ili precenjenosti cena akcija na tržištu i donošenja važnih investicionih odluka.

Metodi za utvrđivanje cene akcija

Po *James C. Van Horne*-u¹¹ **tržišna cena** akcija je rezultat tri strateške odluke donete od strane menadžmenta preduzeća i to odluke o investiranju, odluke o finansiranju i odluke o dividendama. Optimalnom kombinacijom navedenih odluka će se maksimizirati tržišna vrednost preduzeća t.j. maksimiziraće se bogatstvo akcionara. Investiranje kao strategija odlaganja trenutne potrošnje zarad budućih prihoda je najvažnija i najteža aktivnost od sve tri navedene, s obzirom da se radi o aktivnosti u kojoj su povratak uloženog i ostvarenje projektovanog prinosa neizvesni jer su vezani za budućnost. Očekivani prinos i rizik su dva faktora u tom procesu od kojih zavisi tržišna vrednost preduzeća. Pored izbora novih investicija preduzeće mora

¹¹ James C. Van Horne, *Financial Management and Policy* (9 ed.), Prentice-Hall International Editions, 1992. str 8-10

konstantno i efikasno da upravlja postojećom imovinom sa kojom raspolaže. Da bi se to ostvarilo menadžeri moraju itekako da vode računa o izboru najoptimalnije kombinacije finansiranja i strukture kapitala. Uspeh u toj aktivnosti u velikoj meri zavisi od politike dividendi, jer od stope isplate dividendi zavisi koji deo zarade ide akcionarima, a koji ostaje u preduzeću (kao internom izvoru finansiranja).

Utvrđivanje tržišne vrednosti akcija je vrlo složen i kompleksan proces oko koga se sukobljavaju stavovi mnogih ekonomista. Za razliku od nekih drugih hartija od vrednosti, kao što su obveznice ili preferencijalne akcije, tržišnu vrednost običnih akcija je mnogo teže utvrditi zato što je uspeh u proceni budućih prinosa otežan mnogim neizvesnostima. Za razliku od obveznica, gde je kamata koja se plaća unapred poznata veličina, odnosno za razliku od preferencijalnih akcija gde je dividenda unapred fiksirana (bilo u određenom procentu, bilo u apsolutnom iznosu) planirani dobitak i dividendu kod običnih akcija je teže proceniti i iz razloga što investitori očekuju da neto dobitak i dividenda stalno rastu. Međutim, u stvarnosti tok dividendi može biti veoma različit, jer je moguće da dividende svake godine rastu po istoj stopi, dividende mogu rasti svake godine po različitim stopama, kao što je moguće i smanjenje dividendi iz godine u godinu. Na osnovu posmatranja dividendi, kao osnovne determinante za izračunavanje cena akcija, nastao je metod koji se često koristi, metod diskontovanja dividendi (*Discounting dividend method- DDM*).

Metod diskontovanja dividendi (DDM)

Suštinu metoda diskontovanja dividendi predstavlja posmatranje cene akcija kao zbira sadašnjih vrednosti svih budućih dividendi, pri čemu se svođenje budućih iznosa dividendi na sadašnju vrednost vrši primenom odgovarajuće diskontne stope. *Merill Lynch, First Boston* i brojne druge investicione banke svakodnevno rutinski izračunavaju i objavljuju takva izračunavanja za veliki broj akcija.

DDM metod se može najbolje sagledati ako se klasifikuje, shodno različitim tokovima dividendi, po sledećim modelima :

- a) Opšti model
- b) Model nulte stope rasta dividendi
- c) Model konstantne stope rasta dividendi
- d) Model nadprosečnog (varijabilnog) rasta

a) Opšti model

Opšti model tržišne valorizacije običnih akcija se bazira na permanentnosti očekivane dividende kao presudne determinante za određivanje vrednosti i cene akcija. Ako se pretpostavi da investitor kupuje jednu običnu akciju sa namerom da je proda posle godinu dana, tekuća tržišna vrednost te akcije se može utvrditi kao zbir sadašnje vrednosti buduće dividende i tržišne cene akcije u trenutku prodaje:

$$P_0 = \frac{D_1}{1+K} + \frac{P_1}{1+K}$$

gde je:

P_0 - sadašnja vrednost akcije,

D_1 - iznos dividende koju će investitor primiti na kraju prve godine,

P_1 - tržišna cena akcije na kraju prve godine t.j. u trenutku prodaje,

K - tržišna stopa kapitalizacije.

Sadašnja vrednost akcije jednaka je kapitalizovanoj vrednosti dividende koju će investitor ostvariti u toku perioda posedovanja akcije i tržišne cene akcije u trenutku prodaje. Drugim rečima, sadašnja vrednost izražava vremensku dimenziju ulaganja novca i suštinski određuje cenu akcije.

Tržišna stopa kapitalizacije, koja sa stanovišta investitora predstavlja prinosnu stopu, praktično predstavlja zbir dve stope: stope kapitalizacije očekivane dividende i stope kapitalizacije kapitalnog dobitka ostvarenog prodajom akcije (povećanja tržišne vrednosti u odnosu na tekuću tržišnu cenu).

Stopa kapitalizacije = Dividendna stopa prinosa + Stopa povećanja tržišne cene (IV-8)

$$\text{Dividendna stopa} = \frac{\text{dividenda po akciji}}{\text{tekuća tržišna cena}}$$

$$\text{Stopa povećanja} = \frac{\text{povećanje tržišne cene}}{\text{tržišne cene}} + \frac{\text{tekuća tržišna cena}}{\text{tržišne cene}}$$

Tržišna vrednost običnih akcija za više perioda (t) bi mogla da se izrazi formulom:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K)} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \frac{D_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{D_t}{(1+K)^t}$$

odnosno:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+K)^t} + \frac{P_n}{(1+K)^n} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K)^t},$$

gde je:

D_t dividenda isplaćena na kraju godine t ,

n je broj budućih isplata dividende,

P_n je cena akcije na kraju n -te godine.

Model nulte stope rasta dividendi

Model nultog rasta je najjednostavniji jer polazi od toga da su stope rasta neto dobitka i dividende po akciji jednake nuli. Stoga je lako izračunati tržišnu cenu akcije pomoću formule:

$$P_0 = \frac{D_0}{K}$$

t.j. iz prostog odnosa godišnje dividende i tržišne stope kapitalizacije.

Model konstantne stope rasta dividendi

Za razliku od prethodnog modela čija je praktična primena ograničena usled nemogućnosti precizne procene kretanja dividendi, ovim modelom se taj problem eliminiše jer se polazi od pretpostavke o konstantnom rastu dividendi. Konstantan rast dividendi je karakteristika preduzeća koja se nalaze u zreloj fazi razvoja.

Pod pretpostavkom da se očekuje da u budućnosti dividenda konstantno raste po istoj stopi, iznos dividende koji će se primiti u bilo kojoj godini se može iskazati kao:

$$D_t = D_0 (1 + g)^t,$$

gde:

D_0 - predstavlja sadašnji iznos dividende,

g - predstavlja očekivanu stopu njenog rasta u budućnosti.

Primenom gornje formule u jednačini opšteg modela dobija se:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{(1+K)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+K)^2} + \frac{D_0(1+g)^3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{D_0(1+g)^t}{(1+K)^t},$$

(IV-14)

gde nakon sređivanja jednačine dobija se:

$$P_0 = \frac{D_1}{K - g}$$

Model višestruke stope rasta dividendi

U prethodnom modelu razmatran je slučaj kompanije koja ima uravnotežene i konstantne tokove u svom razvoju i poslovanju, što je u praksi izuzetno redak slučaj. U praksi je, usled raznih okolnosti, uglavnom prisutan cikličan razvojni trend preduzeća, gde ono u jednom periodu raste brže od okruženja, da bi taj trend kako preduzeće vremenom ulazi u fazu zrelosti opadao i svodio se na neki prosečan trend, ili čak pao i ispod tog nivoa.

Formula za izračunavanje cena akcija metodom višestrukog (varijabilnog) rasta dividendi može biti veoma složena, u zavisnosti koliko stopa rasta uključujemo u model. Praktično cenu akcije čini zbir sadašnjih vrednosti očekivanih dividendi u svakoj od faza rasta, odnosno $P_0 = P_1(\text{prva faza}) + P_2(\text{druga faza}) + \dots + P_n(\text{n-ta faza})$.

Ako radi lakšeg izračunavanja pretpostavimo slučaj dvostrukog rasta dividendi, cena akcija u tom slučaju se može izraziti sledećom formulom:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_0(1+g^s)^t}{(1+K)^t} + \sum_{t=n+1}^{\infty} \frac{D_k(1+g^n)^{t-n}}{(1+K)^t}$$

gde je g^s - stopa nadprosečnog rasta, a g^n - stopa normalnog rasta.

Izvedene hartije od vrednosti(finansijski derivati)

Za razliku od tržišta na kojima dolazi do trgovanja finansijskim instrumentima po dnevnim cenama (*spot price*), iza čega sledi neposredno saldiranje, postoje i tržišta na kojima se ne razmenjuju osnovne hartije od vrednosti, već instrumenti »izvedeni« iz njih, koji se stoga nazivaju izvedene hartije od vrednosti (derivati). Derivati predstavljaju terminske ugovore izvedene na bazi neke aktive koja stoji u njihovoj osnovi, čija cena zavisi upravo od te aktive. Rast popularnosti najpoznatijih finansijskih derivata (forvarda, fjučersa, opcija, opcija na fjučerse) leži u činjenici da oni omogućavaju relativno jeftin način **umanjenja i kontrole različitih vrsta rizika** (rizika promene cena hartija od vrednosti, rizika promene kamatnih stopa, rizika promene deviznog kursa...).

Fjučersi

Ugovor o finansijskom fjučersu je sporazum između dva učesnika u trgovini koji obavezuje jednu ugovornu stranu da po utvrđenoj ceni proda finansijski instrument drugoj ugovornoj strani na određeni dan u budućnosti.¹² Finansijski fjučers ugovor kojim se trguje na terminskoj berzi je **standardizovan**¹³, čime se značajno olakšava zaključivanje i trgovina ovim ugovorima.

U trenutku sklapanja fjučers ugovora ne dolazi ni do kakvog plaćanja obaveza, niti do prenosa efekata koji su predmet kupovine, već se to obavlja u trenutku realizacije (izvršenja) fjučers ugovora. Pri zaključenju ugovora plaća se samo tzv. inicijalna marža, kao garancija za preuzete obaveze iz ugovora. Specifičan položaj ovih transaktora se stoga definiše posebnim terminom »zauzimanje pozicije«, koja može biti:

1. pozicija kupovine (*long position*), koja obavezuje kupca da kupi finansijsku aktivu na dan dospeća,
2. pozicija prodaje (*short position*), koja obavezuje prodavca da isporuči finansijsku aktivu na dan dospeća.

Pozicije fjučers ugovora se mogu likvidirati na dva načina:

1. čekanjem datuma poravnanja i isporukom ugovorene aktive, što se retko dešava (*cash settlement*)¹⁴,
2. zaključivanjem novog fjučers ugovora sa pozicijom koja je suprotna prethodnom ugovoru (zauzimanjem kontra pozicije) pre datuma poravnanja (*offset* ili *reversing trade*).¹⁵

Vrste finansijskih fjučersa

Sa aspekta **roka** na koji su emitovane osnovne hartije od vrednosti koje su predmet fjučers ugovora, razlikuju se:

1. Kratkoročni fjučers ugovori (na kratkoročne obveznice, eurodolarske depozite i sl.)
2. Dugoročni fjučers ugovori (na dugoročne obveznice i sl.)

¹² D.R. Siegel, D.F. Siegel, *Futures Markets*, Dryden Press, Chicago 1990, str. 1

¹³ Sadrži tačno kvantificiran osnovni instrument na koji se odnosi, minimalan raspon cene, način, mesto i rok isporuke i sl.

¹⁴ Samo u 1% slučajeva dolazi do faktučke predaje efekata koji su premet ugovora.

¹⁵ Kliring terminske berze praktično kompenzira suprotne pozicije istog subjekta, koji u slučaju različite cene ugovora ima obavezu ili da doplati razliku ili da realizuje razliku u ceni u svoju korist.

U odnosu na **vrstu aktive** koja se nalazi u osnovu fjučers ugovora razlikuju se tri osnovne grupe finansijskih fjučersa:

- 1) indeksni
- 2) kamatni
- 3) devizni (valutni)

Opcije

Opcija je ugovor (*option contract*) koji vlasniku daju pravo, ali ne i obavezu, da kupi ili proda određenu količinu tržišnog materijala¹⁶ po unapred definisanoj ceni-strajk ceni (*strike price* ili *exercise price*) na dan isteka ugovora (*expiration date*) ili pre tog datuma. Vrsta osnovnog instrumenta je najvažnije obeležje ugovora o opciji. Kupac opcijskog ugovora je dužan da prodavcu opcije plati određeni novčani iznos koji se naziva cena opcije (*option price*) ili opcijska premija (*option premium*). Kada opcija kupcu daje pravo da kupi osnovnu hartiju od vrednosti, tada se radi o **kupovnoj opciji** (*call option*), a kada kupac kupuje pravo da proda osnovnu hartiju od vrednosti tada se radi o **prodajnoj opciji** (*put option*). Sa druge strane, prodavac *call*, odnosno *put* opcije preuzima obavezu da postupi po željama vlasnika opcije.

U odnosu na datum isteka opcije razlikuju se dve osnovne kategorije opcija:

- **Američki tip opcija**, kod koje imalac opcije ima pravo da izvrši opciju bilo kojeg dana do isteka opcije, uključujući i taj datum. Ukoliko to ne učini opcija postaje ništavna.
- **Evropski tip opcija**, koja se može izvršiti jedino na dan njenog isteka.

Navedeni termini označavaju prevashodno njihov stil, a ne geografska područja upotrebe opcija, jer mnoge opcije kojima se trguje u SAD imaju evropski stil dospeća i obrnuto.

Opcijski ugovori su **standardizovani**, što je i preduslov za trgovanje na organizovanim tržištima opcija. Standardni elementi koje sadrži svaki opcijski ugovor su:

1. vrsta (prodajni ili kupovni ugovor),
2. tip (američki ili evropski),

¹⁶ U slučaju finansijskih opcija: određenu količinu osnovnih hartija od vrednosti (*underlying securities or instruments*) kao što su akcije, obveznice i sl., devizne opcije, opcije na kamatnu stopu, opcije na berzanske indekse i dr. U robne opcije se ubrajaju: opcije na zemljište, građevinske objekte, poljoprivredne proizvode i sl.

3. osnovna hartija
4. jedinica trgovanja (npr. broj akcija)
5. strajk cena
6. rok važnosti

Svi opcijski ugovori iste vrste i istog tipa u kojima je predmet ugovora ista osnovna hartija od vrednosti predstavljaju istu **klasu** opcija, a sve opcije iste klase koje imaju istu jedinicu trgovanja, istu strajk cenu i isti rok važnosti nazivaju se **serije** opcija.

Opcije pružaju višestruku korist imaoicima:

- Omogućavaju zamenu jednog finansijskog instrumenta drugim uz niske transakcione troškove, kao vrlo značajnom faktoru koji je u velikoj meri uticao na porast popularnosti finansijskih derivata. Troškovi transakcija, odnosno primene strategija sa opcijama (generalno-sa derivatima) su manji i do 10-20 puta u odnosu na ostvarenje istih efekata na tržištima osnovnih hartija od vrednosti.

- Pružaju dragocene informacije o finansijskim tržištima, kao što su informacije o kamatnim stopama i deviznim kursevima. Tržišta opcija i tržišta osnovnih hartija od vrednosti, koja su osnova opcija, su tesno povezana jer faktori koji utiču na cenu opcija imaju uticaj na cenu osnovnih hartija od vrednosti i obrnuto. Trgovanje opcijama, sa učesnicima koji su dobro informisani, povećava zainteresovanost za trgovanjem osnovnim hartijama od vrednosti, podiže nivo informisanosti, što kroz proces arbitraže između ova dva tržišta u krajnjem dovodi do veće cenovne efikasnosti.

- Opcije su sredstvo efikasne alokacije rizika, odnosno sredstvo upravljanja rizikom, što je i osnovna njihova funkcija. Drugim rečima opcije omogućavaju transfer rizika od subjekta koji ima averziju prema riziku ka subjektu koji želi da prihvati rizik. Vlasnik opcije je u mogućnosti da iskoristi potencijal pozitivnog kretanja cene osnovne hartije od vrednosti, pri čemu je mogućnost ostvarenja zarade neograničena, dok je istovremeno zaštićen od rizika negativnog kretanja cene, odnosno rizik gubitka je limitiran iznosom plaćene premije, t.j. limitiran je cenom opcije.

4.7.3. Prinos i rizik kod portfolio investiranja

Kupovine hartija od vrednosti od strane investitora su po pravilu motivisane željom da se ostvari prinos. **Prinos** je osnovna motivaciona snaga koja nagoni investitora da ulaže, prinos je nagrada za preduzeto investiranje. Lakoća sa kojom investitor donosi odluku u direktnoj je zavisnosti od procene verovatnoće da će se očekivano i ostvariti. Međutim, u svetu neizvesnosti se često dešava da se očekivanja investitora ne ostvare, kao što se i dešava da ostvareni prinos prevaziđe i najoptimističkija očekivanja. Drugim rečima, investitor se suočava sa rizikom da njegovo ulaganje neće dati rezultat u skladu sa njegovim očekivanjima i pretpostavkama na osnovu kojih je i doneo investicionu odluku.

Uslovljenost rizika i prinosa (*Risk- Return Trade off*) u procesu investiranja se izražava kao sposobnost investitora da ceni obim prihvatljivog rizika koji prati očekivani prinos.

Kod hartija od vrednosti se susrećemo sa različitim kategorijama prinosa:

- **Bezrizična stopa prinosa** (*risk-free rate of return*) predstavlja stopu prinosa na bezrizične hartije, kao što su državne kratkoročne obveznice (*T-bills*), jer isplatu po njima garantuje država. Ipak i one nose određeni rizik realnog ostvarenja prinosa u slučaju inflacije¹⁷.
- **Željena stopa prinosa** je prevashodno izraz subjektivnog stava investitora zasnovanog više na intuiciji, nego na objektivnim kriterijumima. Ona predstavlja »prosto osećanje ili unapred stvorenu predstavu o tome koliki minimalni prinos na nova ulaganja treba da bude.«¹⁸
- **Očekivani prinos** (*expected return*) predstavlja srednju vrednost prinosa koji se može ostvariti na nekoj hartiji od vrednosti. Kako je očekivani prinos vezan za budućnost, podložan je mnogim neizvesnostima koje često doprinose, posebno kod hartija od vrednosti, da se ostvareni prinos značajno razlikuje od očekivanog.

¹⁷ Irving Fišer je 1930. godine definisao da se nominalni prinos sastoji od realnog prinosa i očekivane inflacije. Poznata Fišerova formula glasi: $R = r + E(i)$

¹⁸ G.Terborgh, *The Required Return from Investments Projects*, Mashinery and Allied Products, Institute, Research Study No4, str.15.

- **Premija rizika** (*excess return*) predstavlja prinos iznad bezrizične stope prinosa. Kao što i samo ime govori, predstavlja nagradu investitoru za preuzimanje rizika većeg od nule¹⁹.
- **Stvarni prinos** (*actual return*) predstavlja ostvarenu stopu prinosa i poznat je tek po isteku perioda koji se uzima u razmatranje. Ostvareni prinos je egzaktni *ex post* prinos na bazi čijeg ostvarenja investitori procenjuju uspešnost investiranja. Ostvareni prinos ima značajan uticaj na procenu budućih prinosa.
- **Abnormalni prinos** predstavlja ostvareni deo prinosa iznad očekivanog prinosa.

Za razliku od neizvesnosti, koju možemo definisati kao nemogućnost da se unapred odrede ishodi investicione aktivnosti, rizik predstavlja verovatnoću ostvarivanja nepoželjnog događaja, što znači da predstavlja **merljivu kategoriju** kojom se uspostavlja odnos verovatnoća među pojedinim ishodima investiranja. Rizik se može definisati kao mogućnost da će stvarni prinos po osnovu investiranja u hartije od vrednosti odstupiti od očekivanog prinosa. Što je veća veličina odstupanja i što je veća verovatnoća da će se ono ostvariti, time je i rizik hartije od vrednosti veći. Po jednoj od mnogih definicija, rizik za investitora predstavlja nesigurnost ostvarenja očekivanog prinosa. Prisustvo "averzije prema gubitku" (*Loss aversion*) potvrđuju zapažanja da investitori više iskazuju žalost pri ostvarenom gubitku u odnosu na zadovoljstvo ostvarenja indentičnog dobitka.

Istraživanja pokazuju da su investitori dvostruko više osetljivi na gubitke u odnosu na dobitke.

- Investitor mora pre ulaganja, pored procene mogućeg prinosa, da proceni i nivo rizika koji to ulaganje nosi. Što više investitori znaju o riziku, što ga bolje razumeju, time su i spremniji da ga prihvate. Investitori prihvataju rizik jer niko sa sigurnošću ne može znati šta će se dešavati u budućnosti. Kada bi budućnost bila potpuno izvesna investicioni rizik bi bio nepoznata kategorija. Tržište kapitala bi zasigurno drugačije izgledalo kada bi učesnici na tržištu danas znali šta će pisati u finansijskim časopisima naredne godine.

¹⁹ Logično je da investitor ukoliko ne bi postojala premija rizika ne bi ni imao motiv da ulaže u rizične hartije od vrednosti, odnosno u tom slučaju njegov portolio be se bazirao na nerizičnim hartijama.

- Rizik, prinos i vreme su međusobno tesno povezani. Veća izloženost faktorima rizika za posledicu ima viši očekivani prinos. Investitor čiji portfolio sadrži mali broj hartija od vrednosti duži period vremena ima usled povećanog rizika za posledicu i viši očekivani prinos. Odnos prema riziku i prinosu zavisi i od obima i načina plasiranja sredstava.

Statističke mere rizika

Rizik budućeg prinosa se meri disperzijom verovatnoće prinosa u odnosu na očekivani prinos, odnosno distribucijom verovatnoće da će prinos biti veći ili manji od očekivanog. Jedna od najjednostavnijih mera varijabilnosti, odnosno disperzije prinosa je tzv. *interval varijacije* (i) koji predstavlja raspon između najmanjeg do najvećeg mogućeg prinosa:

$$i = R_{\max} - R_{\min}$$

Navedena mera disperzije je apsolutna kategorija i na nju utiču samo ekstremne vrednosti prinosa, koje se znatno razlikuju od ostalih vrednosti. Kako je za analizu rizika investiranja najvažnije utvrditi nivo odstupanja pojedinih prinosa u određenom vremenskom periodu, to se kao reper koristi aritmetička sredina. Međutim, kako je suma odstupanja pojedinih prinosa od aritmetičke sredine jednaka nuli, da bi se izbeglo da se negativna i pozitivna devijacija međusobno ponište, vrši se njihovo kvadriranje. Kvadriranjem odstupanja pojedinih prinosa od očekivanog (prosečnog) prinosa pomnoženih verovatnoćom ostvarenja i izračunavanjem proseka tih odstupanja dolazi se do sledeće važne mere za izračunavanje disperzije prinosa-varijanse. **Varijansa** (σ^2 ili V) je zbir kvadrata disperzija oko očekivanog prinosa, ponderisanih verovatnoćom pojavljivanja:

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^{i=n} [R_i - E(R)]^2 p_i$$

Kao statistički izraz disperzije najčešće se koristi standardna devijacija. *Standardna devijacija* (σ ili S), kao apsolutna mera odstupanja pojedinačnih prinosa ili neto novčanih tokova od očekivane vrednosti, predstavlja kvadratni koren varijanse, odnosno:

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2}$$

Na taj način je izvršena standardizacija odstupanja, odnosno omogućeno je da odstupanja ponovo budu iskazana u prirodnim jedinicama. Kada imamo da je standardna devijacija jednaka nuli, tada je reč o nerizičnom ulaganju. Kada je njena vrednost mala tada ona pokazuje malu disperziju i visok stepen pouzdanosti očekivanog prinosa. I obrnuto, rizična ulaganja imaju visoku standardnu devijaciju.

4.7.4. Bonitet hartija od vrednosti kod portfolio investiranja

Bonitet hartije od vrednosti zavisi od ocene poslovanja izdavaoca, odnosno emitenta hartije od vrednosti. Pošto je procedura odobrenja emisije hartija od vrednosti detaljna i kvalitativna, to se podrazumeva određeni nivo kvaliteta poslovanja budućeg emitenta. Učesnici na finansijskom tržištu, pokušavaju da utvrde kvalitet emitenta hartija od vrednosti, kao i kako sami kupci i prodavci vrednuju dostupne podatke o izdavaocu hartija od vrednosti na sekundarnom tržištu kapitala. Za ocenu boniteta hartija od vrednosti, bitno je poznavanje tendencija na tržištu kapitala i to na međunarodnom i nacionalnom nivou.

Za praćenje performansi boniteta hartija od vrednosti na sekundarnom tržištu kapitala, postoje pokazatelji poznati pod nazivom berzanski indeksi. Najpoznatiji berzanski indeksi su:

1. New York: Standard & Poor's Composite 500 index (SPCI)
2. London: FTSE index
3. Tokyo: NIKKEI
4. Paris: CAC 40 index
5. Frankfurt: DAX
6. Singapur: SIMEX
7. Hong Kong: Hang Seng

Jedan od najpoznatijih indeksa danas je „Dow Jones Index“. Ovaj indeks u SAD označava kuda se kreće privreda, kakvo je trenutno stanje, da li su stabilna tržišna kretanja, da li više naginju ekonomskom prosperitetu ili recesiji. Osciliranje Dow Jones indeksa, znači osciliranje privredne aktivnosti nacionalne ekonomije.

Ovaj indeks se bazira na cenama deonica 30 industrijskih kompanija, 20 kompanija iz sektora transporta i 15 kompanija za gas i električnu energiju. Ako se želi izračunati industrijski indeks, onda se

saberu cene deonica 30 industrijskih kompanija, podele brojem deonica i dobija se prosek. Izabrane kompanije su reprezentativne kompanije u državi. Na isti način se izračunava transportni prosek i prosek široke potrošnje.

Na bazi ovog indeksa može se izračunati takozvani komponovani prosek za svih 65 kompanija. To je ustvari bazni index zdravlja nacionalne ekonomije. Rast ovog indeksa označava rast tržišne aktivnosti, a pad znači smanjenje tržišne aktivnosti. Ovaj indeks uveden je 1896. godin i sve do danas prati kretanja na finansijskom tržištu.

U zavisnosti od boniteta izdavaoca deonica, postoje četiri ranga deonica na tržištu kapitala.

1. prvi rang čine čipovi,
2. drugi rang čine sekundarno emitovanje dobrostojećih firmi,
3. treći rang čine firme sa visokim potencijalom rasta, i
4. četvrti rang čine takozvane peni deonice, koje se koriste za spekulativne namene.

Bez obzira na značaj i vrednost berzanskih indeksa, svaki investitor koji želi kupiti deonice, mora saznati nešto više o emitentu deonica. Nije dovoljno samo pratiti aktivnosti i kretanja na berzi. Potrebno je sakupiti dodatna saznanja o emitentu i šta drugi investitori misle o njemu. Na osnovu dodatnih informacija i berzanskih indikatora, formira se ocena o kompaniji koja emituje hartije od vrednosti.

Investitori mogu dobiti veoma pouzdane informacije preko glasila berze, koja objavljuje razne podatke o kompanijama izdavaocima hartija od vrednosti. Značajni podaci za investitora su: ostvareni profit kompanije, dividenda, ukupan prihod i prodaja. Na cenu deonica direktan uticaj imaju promene dividendi i promene zarada. Kompanije najavljuju isplate dividendi unapred, iznos dividende po deonici i datum isplate.

Investicije u hartije od vrednosti mogu imati za posledicu više vrsta rizika. Posebno je veliki rizik za one hartije od vrednosti koje su izdale privatne korporacije i neke lokalne uprave. Rizik da emitent hartija od vrednosti ne izvrši obavezu po glavnici ili kamati koju duguje po hartiji od vrednosti, doveo je do uvođenja kontrole, kako se ne bi izdavale spekulativne hartije od vrednosti.

Da bi se investitor zaštitio od rizika, mora da ima informacije o rejtingu hartije od vrednosti. Za takve informacije koristi se rejting sistem obveznica, koji se sastoji od četiri sistema rejtinga obveznica.

Prvi rejting označava se slovom A, drugi rejting slovom B, treći rejting slovom C, a četvrti rejting slovom D. U praksi razvijenih zemalja postoje dva rejting sistema obveznica, koji se obeležavaju različitim slovima. To su rejting sistem obveznica „Moody’s“, koji se obeležava slovima Aaa, Baa, Caa i rejting sistem „Standard & Poors“ koji se obeležava slovima AAA, BBB, CCC, D.

Red Br.	„Moody’s“	„S&P“	ZNAČENJE
1.	Aaa	AAA	Obveznice najboljeg kvaliteta. Nudi najmanji stepen rizičnosti plasmana. Izdavaoci su izuzetno stabilni i pouzdani.
2.	Aa	AA	Obveznice visokog kvaliteta po svim standardima. Neznatno viši stepen rizičnosti dugoročnog plasmana.
3.	A	A	Obveznice sa povoljnim atributima plasmana.
4.	Baa	BBB	Obveznice sa srednjim nivoom kvaliteta. Sigurnost je trenutno adekvatna, ali može biti nerealna u dugom roku.
5.	Ba	BB	Obveznice sa spekulativnim elementima. Umerena sigurnost plaćanja. Nedovoljno je zaštićena.
6.	B	B	Obveznica se ne može smatrati poželjnom za kupovinu. Ima kratkoročnu sigurnost naplate.
7.	Caa	CCC	Obveznice slabog stanja. Emitenti mogu biti u nemogućnosti da plate ili u opasnosti da to stanje neplaćanja nastupi.
8.	Ca	CC	Obveznice su visoko spekulativnog kvaliteta. Često su u nemogućnosti izvršavanja obaveza.
9.	C	C	Obveznice su najniže klasirane. Imaju slabe izgleda za izvršenje obaveze plaćanja.
10.	-	D	Nemogućnost izvršenja obaveze plaćanja.

Prikaz 1-2: Dva rejting sistema obveznica

Značajne modifikacije u sistemu rejting obveznica učinjene su 1997. godine. Dodat je numerički modifikator 1, 2 ili 3, da bi se napravila razlika između hartija od vrednosti koje se neznatno razlikuju u kvalitetu i imaju sličnu slovnu gradaciju. Numerički modifikator 1 znači, da se hartija od vrednosti koja je u pitanju rangira na gornjem nivou svoje slovne rejting kategorije. Numerički modifikator 2 znači, da se hartija od vrednosti nalazi u sredini svoje slovne rejting kategorije, a 3 da se emisija nalazi na donjem kraju slovne rejting kategorije.

Novi simboli dva rejting sistema obveznica su sledeći:

Aaa	
Aa1	Ba1
Aa2	Ba2
Aa3	Ba3
A1	B1
A2	B2
A3	B3
Baa1	Caa
Baa2	Ca
Baa3	C

Prikaz 1-3: Inovirani simboli dva rejting sistema obveznica

Novi numerički modifikatori predstavljaju odraz sve veće zabrinutosti zbog novih trendova na tržištu kapitala, posebno zbog povećanog kreditnog rizika i nestabilnosti.

Prezentirani sistemi rejtinga obveznica ukazuje na mogućnost izostanka plaćanja obveznica o roku njihovog dospeća. Viši rejting obveznice, znači niži nivo rizika i niži prinos po obveznici i obrnuto. Pri proceni vrednosti obveznica, bitno je analizirati sledeće njene karakteristike:²⁰

1. vremenski rok dospeća,
2. kamatna stopa po kuponu,
3. odredbe za isplatu pre dospeća,
4. poreski status,
5. brzina utrživosti (prodaje), i

²⁰ Gordon J. Alexander i William F. Sharpe: Analiza obveznice, Beograd, 1991. god. br.11

6. mogućnost izostanka plaćanja.

Na osnovu prve dve karakterisitke, određuje se prihod obveznice do dospeća i upoređuje sa prihodom koji investitor očekuje. Odredbe na obveznici pre dospeća, pružaju mogućnost emitentu obveznice da istu opozove ili otkupi pre dospeća po opozivoj ceni. To se čini onda kada je prihod po izdatim obveznicama smanjen. Element utrživosti obveznice bitan je kada imalac obveznice želi da hitno proda obveznicu, a da ne umanjí njenu paritetnu vrednost.

Zahtev za kotiranje hartija od vrednosti na finansijskom tržištu, podnose učesnici u zavisnosti od toga o kojoj hartiji od vrednosti se radi. Ako je reč o blagajničkom zapisu, zahtev podnosi banka, ako je u pitanju komercijalni zapis, tada zahtev podnosi izdavalac hartije. Znači, zahtev za kotiranje uvek podnosi izdavalac ili imalac hartije od vrednosti. Zahtev se podnosi tržištu kapitala za kotaciju hartija od vrednosti, kako bi se proverila ispravnost hartija od vrednosti i nakon provere ispravnosti berza odobrila kotaciju hartija od vrednosti.

Stavljanjem hartije od vrednosti na kursnu listu finansijskog tržišta, utvrđena je početna cena hartije od vrednosti. To može biti nominalna vrednost hartije od vrednosti ako njen nominalni iznos ne sadrži kamatu ili njena vrednost na dan izdavanja, ako njen nominalni iznos sadrži kamatu. Hartija od vrednosti koja je stavljena na kursnu listu i dobila saglasnost tržišta za kotiranje, može se skinuti sa kursne liste pod sledećim uslovima:

- na zahtev emitenta ili garanta hartije od vrednosti,
- ukoliko u roku od 90 dana ne dođe do kupoprodaje hartije od vrednosti,
- ukoliko se ne ispune uslovi na osnovu kojih je doneta odluka o kotiranju hartije od vrednosti na sekundarnom tržištu kapitala.

4.7.5.Strategije upravljanja portfoliom hartija od vrednosti

Kvalitet investicionog portfolija preduzeća, uslovljen je bonitetom hartija od vrednosti i rizikom poslovanja sa hartijama od vrednosti. Bonitet hartija od vrednosti zavisi od kvaliteta emitenta hartije od vrednosti. Bonitent emitenta je moguće meriti preko rejting sistema, kao što su Moodys i Standard & Poors, koji su usmereni u utvrđivanju boniteta obveznica. Putem rejting sistema obveznica, utvrđuje se potencijalni rizik izostanka plaćanja glavnice i kamate od strane izdavalaca obveznica. Ukoliko raste potencijalni rizik, onda raste izostanka plaćanja i premija koja utiče na planirani nivo prihoda od obveznica.

Kvalitet hartija od vrednosti meri se berzanskim indeksima, od kojih je najviše korišćen Dow Jones indeks. Ovaj indeks predstavlja reprezentativan prosek hartija od vrednosti i ukazuje na kretanja sekundarnog tržišta kapitala.

Kretanje cene akcija na tržištu kapitala može biti:

1. ograničeno kretanje uz svakodnevne fluktuacije cena,
2. kretanje cena u kratkim vremenskim intervalima do dve nedelje ili od dve do četiri nedelje, i
3. kretanje cena u dugim vremenskim intervalima koje se kreću od nekoliko meseci, ponekada i više.

Berzinski model merenja globalnog tržišnog rizika objavila je „J.P.Morgan“ banka, koja spada u red uspešnih svetskih banaka. Ova banka je razvila metodologiju merenja, upravljanja i kontrole rizika investicione aktivnosti. Model „Risk Metriks,“ stavlja naglasak na dnevne podatke kretanja hartija od vrednosti na tržištu i izračunava njihov prinos. Na osnovu formirane baze podataka, procenjuje se kretanje dnevnog i mesečnog rizika.

Na osnovu ove metodologije utvrđuje se rizik jednodnevne vrednosti koji će važiti za narednih 5 dana, kao i rizik dvadesetpetodnevne vrednosti koji će važiti za narednih mesec dana.

Na osnovu ova dva elementa menadžment banke formira investicioni portfilio. Ova banka je stvorila standarde za merenje rizika na osnovu kojih vrši edukaciju svojih klijenata, kako bi se upoznali sa potencijalnim rizikom njihovih investicionih ulaganja.

Ulaganje u hartije od vrednosti se smatra relativno sigurnim poslom, naročito ako se radi o državnim hartijama od vrednosti. Međutim, i ova ulaganja povezana su sa većim ili manjim rizikom. Ukoliko je situacija na tržištu stabilna, tada je sigurnost ulaganja veća i obrnuto. U praksi su moguće razne situacije na tržištu kao i oblici delovanja menadžera preduzeća u odnosu na konkretnu situaciju. Menadžment preduzeća mora biti adekvatno pripremljen kako da reaguje na svaku konkretnu situaciju na tržištu, kako bi smanjio potencijalni rizik.

Red. Br.	Tržišna situacija	Red. Br.	Reakcija menadžera
1.	Normalna situacija	1.	Nizak nivo rizika
2.	Stabilni uslovi	2.	Sporo kretanje
3.	Spore promene	3.	Retke odluke
4.	Očekivane promene	4.	Manje učesnika
5.	Poznate promene	5.	Pozitivan tok gotovine
6.	Složena situacija	6.	Visok nivo rizika
7.	Promenljivi uslovi	7.	Brzo kretanje
8.	Brze promene	8.	Učestale odluke
9.	Iznenadne promene	9.	Više učesnika
10.	Nepoznate promene	10.	Negativan tok gotovine

Prikaz 1-4: Reakcije menadžera banke na promene na tržištu kapitala

Proces upravljanja rizikom investicionog portfolija ima sledeće faze:²¹

- a) definisanje ciljeva ulaganja u hartije od vrednosti,
- b) definisanje politike ulaganja u hartije od vrednosti,
- c) izbor portfolio strategije,
- d) izbor sredstava za ulaganja u hartije od vrednosti, i
- e) način merenja performansi hartija od vrednosti.

Preduzeća mora jasno postaviti ciljeve ulaganja sredstava u hartije od vrednosti. Politika ulaganja sredstava u hartije od vrednosti treba da je u funkciji definisanih ciljeva ulaganja. Ona definiše bonitet investicionog portfolija banke, strukturu, ročnost i profitabilnost ulaganja u hartije od vrednosti.

Poseban značaj na politiku ulaganja u hartije od vrednosti ima uticaj eksternih faktora, naročito mere poreske politike, kojima određena vrsta hartije od vrednosti može biti oslobođena plaćanja poreza. To se pre svega odnosi na državne obveznice, što ima za osnovu i njihovu veliku zastupljenost u investicionom portfoliju banke.

Na osnovu politike ulaganja, definiše se strategija investicionog portfolio ulaganja. Izbor strategije direktno zavisi od postavljenih ciljeva ulaganja.

²¹ David I. Hoffland: A Model Investment Policy, Financial Analysts Journal, Maj-Jun 1978. god. str. 251

U osnovi postoje dve strategije investicionog ulaganja:

1. aktivna strategija portfolio ulaganja, i
2. pasivna strategija portfolio ulaganja.

Pasivne strategije

Investitori koji kupuju hartije od vrednosti sa ciljem da ih zadrže duži vremenski period u posedu radi ostvarenja prinosa od kamata, povećanja cena ili po osnovu dividende, primenjuju strategiju koja se naziva *pasivno dugoročno investiranje* ili strategija »*kupi i drži*«. Pasivan stil investiranja se može istovremeno primenjivati i kod *izbora finansijske aktive* i kod *izbora pojedinačnih hartija* u okviru izabrane grupe finansijske aktive.

Pasivni investitori²², po pravilu, nisu skloni rizicima i radije investiraju u specijalne vrste fondova kao što su *indeksni fondovi (index funds)*, koji podražavaju neki od berzanskih indeksa.

Aktivne strategije

Za razliku od pasivnih investitora agresivni (aktivni) trgovci procenjuju uspone i padove na tržištu i ostvaruju velike profite kupujući kada su cene niske, a prodajući po visokim cenama. Činjenica da tržišta hartija od vrednosti nisu perfektno cenovno efikasna posebno ohrabruje ove investitore, jer što je veća cenovna neefikasnost tržišta, to je i mogućnost ostvarenja ekstra profita veća. Investitori uglavnom primenjuju aktivnu politiku investiranja kada ili imaju bolje informacije ili kada su superiorniji u procenjivanju u odnosu na druge.

Generalno, aktivne strategije se mogu klasifikovati kao strategije »*od vrha nadole*» (*top-down approach*) ili »*od dna prema vrhu*» (*bottom-up approach*). Prva strategija počinje izborom finansijske aktive, a završava se izborom pojedinačnih hartija, dok je redosled koji podrazumeva druga strategija sasvim suprotan. Pristalice *bottom-up* strategije odluke donose fokusirajući se na tehnički aspekt delovanja tržišta (koriste tehničku analizu) i/ili na osnovu ekonomskih i finansijskih analiza individualnih kompanija.

Kako se cene obveznica kreću inverzno u odnosu na kamatnu stopu, odnosno cene obveznice se kreću upravno kretanju rejtinga obveznica, aktivni (agresivni) investitori pomno prate kretanje rejtinga obveznica,

²² Pasivne strategije najčešće primenjuju osiguravajuće kompanije ili *bank trust departments*.

odnosno trude se da anticipiraju promenu finansijske snage emitenta pre nego što to zapaze rejting agencije i to publikuju, da bi:

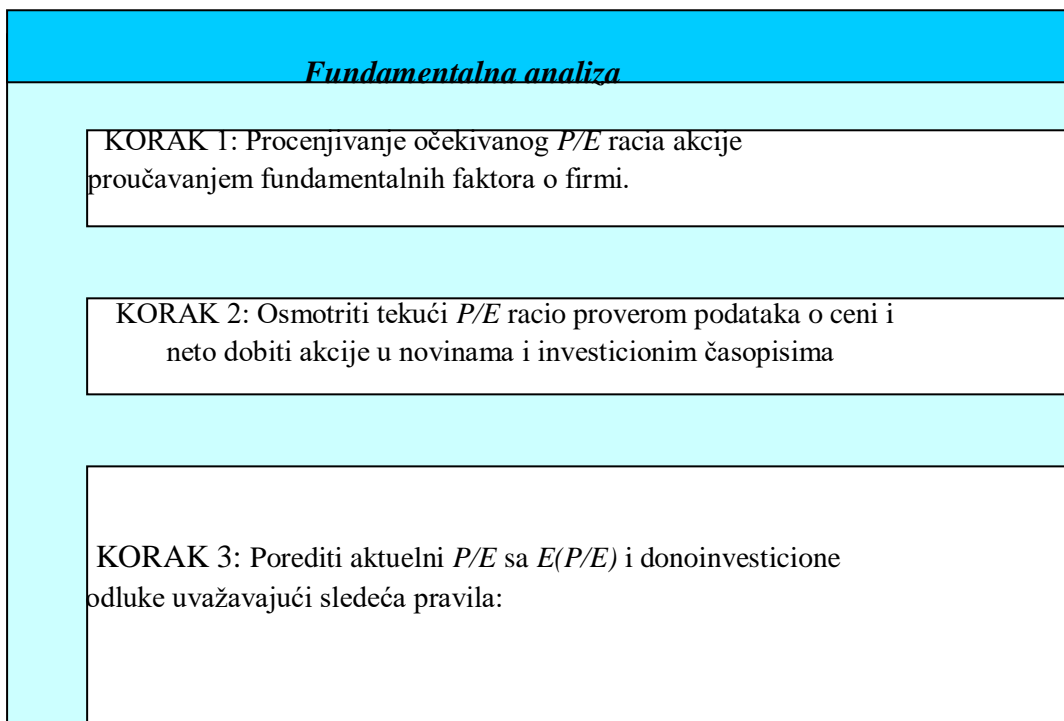
- odabrali i kupili obveznice za koje se očekuje rast cena, i/ili
- tačno odredili obveznice za koje se očekuje da će im cena pasti i prodali ih (ukoliko su u posedu investitora), ili ih prodali na kratko (ukoliko ih investitor u tom trenutku ne poseduje).

Tri osnovna tipa analize hartija od vrednosti koje se primenjuju u praksi su:

1. **Tradicionalna fundamentalna analiza** (zasniva se na analizi knjigovodstvenih izveštaja, finansijskih izveštaja, finansijskih racia, profitabilnosti, likvidnosti, zaduženosti, dobiti, dividendi...)
2. **Fundamentalna multifaktorska analiza** rizika (zasniva se na statističkim modelima kao što su «fundamentalni multifaktorski model rizika», «BARRA model»...)
3. **Vrednosna metrična analiza** (npr. *EVA-Economic Value Added* model)

Fundamentalna analiza

Investiciona strategija bazirana na fundamentalnoj analizi procenom *P/E* racia, je prikazana na sledećoj slici:



1. Ukoliko $E(P/E)$ prevazilazi aktuelni P/E , akcija je podcenjena i to je vreme za kupovinu;
2. Ukoliko je $E(P/E)$ manji od aktuelnog P/E , akcija je precenjena i vreme je za njenu prodaju (ili kratku prodaju);
3. Ukoliko su $E(P/E)$ i P/E indentični akcija ima relvrednost;

Da bi procenili periode u kojima će se kretati cene hartija od vrednosti fundamentalni analitičari koriste «vodeće ekonomske indikatore». Četiri vodeća ekonomska indikatora pomoću kojih se često predviđaju promene u poslovnim aktivnostima su:

1. **Privatna stambena izgradnja** - broj novoizgrađenih stambenih objekata svake godine je vodeći indikator u SAD zato što prodaja građevinskog materijala, nameštaja, tepiha, uređaja za domaćinstvo prati stambenu izgradnju, a njihova proizvodnja zauzima značajno mesto u ekonomiji SAD.

2. **Potražnja za trajnim potrošnim dobrima** (automobili, uređaji, mašine) je značajan indikator jer na kraju recesije ljudi koji se ponovo zaposle ili pokrenu svoj biznis po pravilu žele da zamene stara dobra novim.

3. **Prosek radne nedelje** - broj nedeljnih radnih časova zaposlenih ukazuje na povećanje kupovne moći kao pokretača privredne aktivnosti.

4. **Akcijski indeksi** - investitori koji procenjuju pad cena akcija na tržištu prodaju svoje akcije i tako izazivaju opadajuće tržišne uslove mesecima pre nego što recesija zvanično startuje.

Tehnička analiza

Pristalicama aktivne strategije investiranja su u nastojanju da ostvare zaradu pravilnom procenom kretanja cena akcija u budućem periodu često od velike pomoći podaci o kretanju cena akcija u prošlosti. Stoga se ovi investitori često oslanjaju na tehniku koja se bazira na proučavanju prošlosti u cilju nalaženja odgovora u sadašnjosti i budućnosti, poznatoj kao tehnička analiza.

Tehnička analiza, poznata i pod nazivom *čartizam* (*Chartism*), polazi od stanovišta da su za predviđanje kretanja cena hartija od vrednosti u budućnosti od ključne važnosti podaci o tome kako su se cene hartija ponašale u prošlosti. Ovi analitičari unose u dijagrame i proučavaju prošla i sadašnja kretanja cena akcija, količine prodaje, broj uspona i padova cena akcija, a sve u cilju otkrivanja modela kretanja cena, tj. otkrivanja najpovoljnijeg trenutka za kupovinu ili prodaju.

Tehnički analitičari se pridržavaju pravila da način na koji se cene ponašaju pre nekog datuma utiče na promene cena na taj datum. Suština uspešnog korišćenja tehničke analize je u tome što se korišćenjem informacije koja daje prednost nad ostalima dolazi korak ispred tržišta. Prema tehničkim analitičarima, upotreba grafikona je dovoljna za otkrivanje verovatnih kretanja cena akcija bez obzira kojoj grani pripada ili na kome tržištu preduzeće deluje. Kako cene u svakom trenutku odražavaju odnos ponude i tražnje, njihova promena će biti rezultat menjanja ravnoteže raspoloženja između kupaca i prodavaca. Beležeći sve te promene, koje predstavljaju na različitim tipovima grafikona, čartisti se nadaju da će pronaći prepoznatljive obrasce za pouzdanu procenu cena akcija.

Za razliku od fundamentalnih analitičara, tehnički analitičari su okrenuti više procenjivanju kretanja cena nego procenjivanju vrednosti. Mnogi tehnički analitičari se slažu sa stavom "fundamentalista" da cene hartija od vrednosti fluktiraju oko njihove unutrašnje vrednosti i da se shodno tome analizom mogu prepoznati podcjenjene ili precenjene hartije. Problem je u tome što se mora čekati da se investitori na tržištu slože sa tom procenom, na bazi čega će kroz kupovine i prodaje doći do izjednačavanja unutrašnje i tržišne cene. Tehnički analitičari smatraju da su u odnosu na fundamentalne analitičare njihovi metodi brži, jednostavniji i da se mogu primeniti na mnogo više akcija istovremeno. Njihovi prigovori su takođe usmereni i prema kvalitetu knjigovodstvenih izveštaja koji su osnova svake fundamentalne analize, kao i visokom stepanu subjektivnosti u proceni.

5. RIZICI MEĐUNARODNOG POSLOVNOG FINANSIRANJA

Tržišna privreda podrazumeva slobodno delovanje ponude i tražnje proizvoda i usluga, radne snage i novca u okviru jedne zemlje i šire. U savremenim uslovima, tržišni zakoni deluju van granica jedne zemlje. Na međunarodnom planu poznati su pod pojmom globalizacije. Globalizacija je proces intenziviranja slobodnih trgovinskih tokova i uspostavljanje liberalnijeg kretanja ljudi, kapitala i informacija. Slobodno delovanje ekonomskih zakona treba shvatiti uslovno, zato što svaka zemlja ima svoje zakonodavstvo i ekonomska ograničenja.

Na takvom tržištu nude svoje proizvode i usluge. U takvim uslovima ne postoje više garancije za bilo koga da će uspeti da proda svoje proizvode i usluge po planiranoj ceni. Proizvodi i usluge su uglavnom namenjeni nepoznatom kupcu. Takav način prodaje uvek je povezan sa poslovnim rizikom. Rizik je uvek prisutan. Rizik može biti manji ili veći, ali je uvek prisutan. Rizik ne možete eliminisati, ali ga možete kontrolisati. Danas se rizikom mora upravljati.

On je uvek prisutan, nekad manje, a nekad više primetan. Ako dođe do neočekivanih promena na finansijskom tržištu, onda i rizik „podivlja“. Učesnici na tržištima tada preduzimaju sve što je u njihovoj moći kako bi rizik „urazumile“. Pošto sa rizikom ekonomski subjekti moraju da žive, oni moraju sa njime i da upravljaju. Opstati na savremenom tržištu znači upravljati rizikom. Rizik možete smanjiti, ali ga ne možete eliminisati.

Ako su uslovi na tržištu normalni, stabilni, onda postoji rizik niskog intenziteta. Tada ekonomski subjekti mogu računati da poslove na finansijskom tržištu mogu obavljati u uslovima velike izvesnosti. Neizvesni ishodi su gotovo isključeni. Izvesnost na tržištu je velika, promene su zanemarljive. Međutim, moguća su odstupanja od unapred predviđenih mogućnosti promena na tržištu. Upravo ta odstupanja predstavljaju rizik. Zbog toga je intenzitet rizika često nepredvidiv.

Predviđanje je uvek stvar procene budućih događaja. Ne postoji parametrika za sigurno predviđanje budućnosti. Nepredviđene promene i nepredviđeni događaji prouzrokuju neizvesnost. Neizvesnost je sinonim rizika. Prema tome, uvek se kod rizika mora računati kako na očekivane promene koje se mogu predvideti, tako i na one promene i kretanja koja su nepredvidiva. Upravljati rizikom, znači upravljati rizikom izvesnosti događaja i rizikom neizvesnosti. Znači, rizik nosi sa sobom faktor predviđenih promena i faktor nepredviđenih promena, neizvesnosti. Neizvesnost je glavni faktor rizika. Danas, uspešno upravljati znači pre svega uspešno upravljati rizikom poslovanja.

5.1. Procesi upravljanja rizicima međunarodnog finansiranja

Rizik predstavlja svaku neizvesnu situaciju u poslovanju preduzeća, odnosno verovatnoću gubitaka (smanjenja dobitaka) nastalu kao rezultat dejstva neizvesnih događaja u poslovanju. U zavisnosti od sklonosti menadžera prema riziku, svako preduzeće može prihvatiti više ili manje rizika, pozicionirajući se između dva ekstrema: apsolutne averzije prema riziku i apsolutnog prihvatanja rizika.²³ Nivo prihvaćenog rizika mora biti srazmeran sposobnosti preduzeća da apsorbuje eventualne gubitke i ostvari prihvatljivu stopu prinosa.

Generalno, viši prinosi su mogući ukoliko preduzeće preuzme i veće rizike. U tom smislu, preciznija identifikacija, merenje i upravljanje rizicima, kao i uspešno balansiranje odnosa između prinosa i rizika, su najvažniji aspekti finansijskog menadžmenta preduzeće u pogledu ostvarivanja visokih performansi poslovanja. Bez obzira na sofisticiranost mera, preduzeća često prave razliku između očekivanog i neočekivanog gubitka. Očekivani gubici su oni za koje znaju sa razumnom sigurnošću da će se dogoditi i za koje se prave određene rezerve. Kada su u pitanju neočekivani gubici preduzeća se oslanjaju na svoj kapital kao zaštitu koja će apsorbovati gubitak.

Upravljanje rizikom je kompleksan i sveobuhvatan proces koji obuhvata stvaranje odgovarajućeg okruženja, održavanje efikasne strukture upravljanja rizikom, praćenje i ublažavanje rizičnih aktivnosti i ustanovljavanje adekvatnog okvira internih kontrola.²⁴

Kao disciplina, upravljanje rizikom je novijeg datuma i razvila se iz delatnosti osiguranja, jer se tradicionalnim procesima osiguranja nisu mogli efektivno i ekonomično rešavati problemi rizika u svim situacijama.²⁵

Upravljanje rizicima predstavlja deo poslovne politike preduzeća, i da bi uspešno upravljalo rizicima preduzeće mora biti sposobno da:

²³ Mr Violeta Todorović, „Uticaj finansijskih rizika na profitabilnost banaka“, Banarstvo, 11-12/2003, str. 9-17

²⁴ Izvor: Barbara Casu, Claudia Girardone and Philip Molyneux, „Introduction to Banking“, Pearson Education Ltd., Harlow, England, 2006, str. 279)

²⁵ Dr Vojin Bjelica, „Bankarstvo“, Stylos, Novi Sad, 2001, str. 265.

- identifikuje izloženost riziku za sve kategorije sredstava uz procenu potencijalnih gubitaka;
- proceni rizik koji obuhvata merenje i analizu gubitaka u prošlosti, kako bi se procenile varijable koje će uticati na budućnost;
- kontroliše rizike, u smislu smanjenja ili eliminisanja rizika gubitka primenom svih vrsta obezbeđenja;
- finansiranje rizika obezbedi iz rezervi, uključujući i osiguranje,
- razvije administrativne tehnike i koristi stručna znanja (upravljanje rizikom).

Generalni cilj upravljanja rizicima međunarodnog finansiranja je optimizacija odnosa (*trade-off*) rizika i prinosa

Proces upravljanja rizikom deli se u dve faze:

- 1) ocena rizika, i
- 2) kontrola rizika.

Ocenu rizika treba vršiti permanentno, što pre i bilo kada. Kontrola rizika podrazumeva prethodnu ocenu rizika.

Ocena rizika obuhvata sledeće faze:

- identifikovanje rizika,
- procena verovatnoće,
- procena uticaja, i
- određivanje prioriteta.

Identifikovanje rizika, znači prepoznavanje uticaja spoljašnjih i unutrašnjih faktora na poslovanje. Spoljašnji faktori su mnogobrojni, a najveći uticaj ima delovanje tržišta i tehnološki proces. Unutrašnji faktori su odraz strategije i organizacije, planiranja i vođenja, sposobnosti menadžmenta i efikasnosti poslovanja.

Procena verovatnoće podrazumeva određenu parametrikum, metode, modele, alate i tehnike rangiranja rizika banke. Procena uticaja znači određivanje osetljivosti poslovanja u odnosu na mogućnost postojanja određene vrste rizika.

Određivanje prioriteta utvrđuje se u zavisnosti od uticaja rizika na poslovanje i stepena izvesnosti pojavljivanja određenog rizika. Menadžment mora vršiti permanentnu ocenu rizika, kako bi smanjio negativno dejstvo na poslovanje.

Kontrola rizika obuhvata sledeće faze:

- merenje rizika,
- alociranje odgovornosti, i
- planiranje.

Kontrola rizika, znači merenje intenziteta rizika pomoću utvrđenih indikatora, metoda, modela i sistema upravljanja rizikom.

Alociranje odgovornosti je evidentiranje i odredjivanje rizika prema mestu odgovornosti za upravljanje rizikom, utvrđivanje vrste i značaja rizika. Efikasno upravljanje rizicima zahteva utvrđivanje lične odgovornosti za posledice i štete koje mogu da nastanu.

Planiranje rizika može biti preventivno i naknadno. Preventivno planiranje se sprovodi kako bi se ublažili mogući rizici u poslovanju . U tom cilju, utvrđuju se određeni postupci i procedure u poslovanju i vrši procene i predviđanja, kako da se razvija u budućem vremenu. Naknadno planiranje vrši se za slučaj hitnih i iznenadnih događaja, kako bi se ublažile štetne posledice nastalih rizika.

Upravljanje rizikom može se definisati kao opšta ili specijalizovana upravljačka funkcija ocene i kontrole rizika. Ova funkcija treba da prepozna i proceni rizike , da izmeri intenzitet i vrstu rizika, alocira odgovornost i pripremi korporaciju da svoje ciljeve realizuje na što efikasniji način. Upravljanje rizikom je višedimenzionalno i multidisciplinarno. Menadžeri pored opštih znanja, moraju posedovati i specijalizovana znanja radi uspešnog upravljanja rizikom. Kvalitetno upravljanje rizikom je jedan od osnovnih faktora uspešnog poslovanja. To je disciplina koja se bavi sprečavanjem, predviđanjem i praćenjem rizika.

Menadžment mora da prati rizike, mora se baviti njima tokom poslovanja. Rizici se tokom vremena menjaju, što se ne sme zanemariti. Uspešan menadžment zahteva, da donošenje odluka bude u kontekstu predviđanja mogućih rizika u poslovanju.

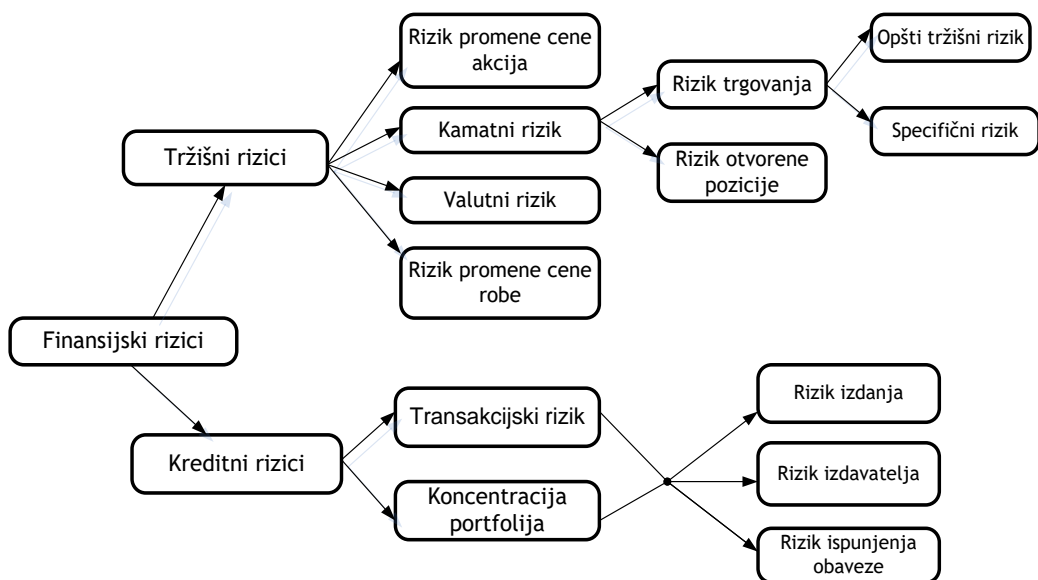
Upravljanje rizicima mora biti proaktivno. Proaktivno upravljanje rizicima podrazumeva da korporacija ima jasne, merljive i ponavljajuće procese za upravljanje rizicima. Svi članovi menadžmenta

korporacije moraju proaktivno razmišljati o rizicima i stvarati planove za sprečavanje pojave rizika. Planovi se moraju permanentno menjati i osvežavati novim informacijama i pokazateljima. To je kontinuirani proces praćenja već postojećih rizika i otkrivanje potencijalnih rizika.

Osnovni rizici međunarodnog finansiranja su: rizik međunarodnih kredita, rizik likvidnosti, rizik plaćanja, kamatni rizik, devizni ili valutni rizik, rizik zemlje, tržišni rizik, i operativni rizik.

Pored navedenih osnovnih kategorija rizika, postoji još jedan broj rizika koji se ispoljavaju međunarodnom finansiranju i poslovanju, u većoj ili manjoj meri, a mogu se svrstati u neku od navedenih kategorija.

Grafikon 5. – Podela finansijskih rizika



Izvor: Crouhy Michael, Galai Dan, Mark Robert: Risk Management. New York, McGraw-Hill, 2001, str.39.

5.2. Rizik međunarodnih kredita

Jedan od najvećih izvora rizika za većinu preduzeća u sistemu međunarodnog finansiranja javlja se u formi međunarodnih kredita. Međunarodni krediti su mnogo rizičniji nego krediti uzeti u zemlji. Izvori podataka i informacija u inostranstvu su mnogo rizičniji od onih u zemlji. Krediti državama ili jednom od njenih zvaničnih delova čine rizik zemlje. Takođe krediti privatnom sektoru podrazumevaju različite elemente rizika zemlje. U osnovi postoje dva rizika međunarodnog kredita:

1. rizik zemlje, i
2. rizik suvereniteta.

Za razliku od kreditnog rizika koji je posledica karakteristika određenog klijenta, međunarodno davanje kredita uključuje rizik zemlje („country risk“).

Rizik zemlje ispoljava se u sledećim oblicima:

1. Rizik neplaćanja, koji podrazmeva mogućnost da dužnik nije u stanju da ostvari dovoljan neto devizni priliv.
2. Rizik transfera, predstavlja mogućnost da dužnik nije u stanju da pribavi neophodne valute za otplatu duga.
3. Rizik garancije, podrazmeva mogućnost da banka neće moći da izvršava činidbene garancije zbog političke i ekonomske situacije u dotičnoj zemlji. U tom slučaju garancija postaje bezvredna.

Analiza rizika zemlje podrazmeva dve vrste neizvesnosti:

1. politički rizik, i
2. ekonomski rizik.

Politička neizvesnost rizika odnosi se na procenu, da li će zemlja dužnik želeći da se odrekne ostvarenog i raspoloživog deviznog priliva i da ispuni dospеле obaveze po kreditu. Ekonomska neizvesnost rizika svodi se na to, da li će zemlja dužnik u periodu otplate kredita ostvariti dovoljan nivo deviznog priliva za redovno servisiranje kredita.

Ima više modela country risk analize, koji se u osnovi oslanjaju na određeni broj faktora. Faktori koji uvećavaju rizik zemlje i ukazuju na to da je u nju rizično ulagati su:

Veliki deficit javnih finansija ukazuje, da zemlja značajan deo društvenog proizvoda troši za pokriće javnog duga, pa će takva zemlja imati problema u servisiranju spoljašnjeg duga. Nedostatak akumulacije usloviće i nedostatak deviza za otplatu duga.

Inflacija, usled visoke stope monetarne ekspanzije, što uzrokuje opštu privrednu nestabilnost. Precenjeni kurs domaće valute u suštini znači subvencioniranje uvoza i oporezivanje izvoza. To smanjuje devizni priliv zemlje.

Nestabilni uslovi razmene prouzrokuju manji devizni priliv i probleme u servisiranju duga. Precenjena nacionalna valuta, hiperinflacija i nestabilnost, dovode do pojave seljenja ili bega kapitala.

Pojedinci i porodice ne mogu da sačuvaju realnu vrednost svoje imovine i onda je pretvaraju u devize. Kapital pretvoren u devize, ukoliko je kurs potcenjen, beži u inostranstvo. Na primer, za zemlje Latinske Amerike se procenjuje, da beg kapitala iznosi skoro polovinu zaduživanja zemlje u inostranstvu.

Niska akumulacija privrede, javnog i privrednog sektora, znači manji prinos na uloženi kapital, a to znači ujedno i manje sredstava za servisiranje duga.

Ograničenja i restrikcije na tržištu u vidu kontrole deviznog kursa, cena, kamatnih stopa i plata, ne predstavljaju ništa drugo nego odbranu slabe domaće ekonomije. Ovakva država teško će se prilagođavati promenama na tržištu i neće imati poverenje poverilaca.

Svemu ovome treba još dodati procenu političkog rizika. Politički rizik označava se u nestabilnim političkim sistemima, na primer, nove vlade ne priznaju i ne izvršavaju odluke prethodnih vlada. Analiza dužničke krize pokazuje, da nesposobnost plaćanja od strane države, bitno se razlikuje od nesposobnosti plaćanja preduzeća.

Od preduzeća dug se može naplatiti plenidbom i prinudnim putem. Međutim, kod država to nije moguće, jer za države ne važi princip bankrotstva. Za suverene države poverioci mogu tražiti da

njihova država blokira devizne rezerve i imovinu dužnika. Osim toga, zemlja dužnik može se isključiti iz svakog daljeg finansijskog odnosa.

Politički rizik u međunarodnom finansiranju manifestuje se u raznim formama, od mešanja u poslovne aktivnosti do oduzimanja imovine. Mešanje u poslovne aktivnosti vrši se preko zapošljavanja, investiranja u javne projekte i projekte zaštite okoline i ograničenja u pogledu kontvertibilnosti valuta. Teži oblici političkog rizika su poreska diskriminacija, veće naknade za korišćenje raznih pogodnosti, sve do oduzimanja imovine.

Politički rizik i diskriminacija u suštini znače smanjenje konkurentske pozicije određenog preduzeća. Praksa je međunarodnih banaka da vrše kategorizaciju zemlje prema njenom političkom riziku. Ukoliko se neka zemlja svrstava u kategoriju zemlje sa visokim političkim rizikom, u tom slučaju banka neće dozvoliti bilo kakvo kreditiranje, bez obzira na visinu očekivanog profita.

Rizik suvereniteta često se poistovećuje sa rizikom zemlje. Rizik suvereniteta znači izostanak plaćanja obaveze od strane vlade, odnosno zajmoprimac odbija da prizna svoje eksterne obaveze. Primer za to je Meksiko, koji je 1982. godine odbio da uredno vraća svoje obaveze stranim bankama. Banke su bile primorane da preko međunarodnih finansijskih institucija (MMF i IBRD), pronađu način za prestrukturiranje duga, da snize troškove servisiranja kredita manje razvijenih zemalja.

Rizik zemlje je širi pojam od rizika suvereniteta, jer se odnosi na mogućnost povratka kredita i od privatnih dužnika i od država. Krediti odobreni stranim vladama nisu osigurani, što predstavlja rizik zemlje. Svi strani krediti i investicije, bilo u javnom ili privatnom sektoru razmatraju se na isti način. Visina ukupno odobrenih kredita nekoj zemlji može biti do 15% njenog kapitala, ako je rangirana u najvišu grupu. Ako zemlja pripada najniže rangiranoj grupi, onda se može odobriti do 1% njenog kapitala.

5.2.1. Politički rizik

Politički rizici nastaju usled promene zakonske regulative jedne države. Usled toga, kompanije koje posluju na međunarodnom tržištu, mogu da pretrpe veliku materijalnu štetu. Dve su osnovne vrste političkog rizika:

- 1) rizik eksproprijacije, i
- 2) rizik nacionalizacije.

-Eksproprijacija predstavlja preuzimanje celokupnog ili dela poslovanja i vrednosti određene kompanije, od strane vlade neke zemlje.

-Nacionalizacija nastaje kada vlada određene zemlje preuzima sve kompanije, kako domaće tako i inostrane. Naročito se ova pojava dešava kod onih kompanija koje imaju monopol na tržištu.

Mešanje u poslovne aktivnosti kompanija preko zakonskih propisa je raznovrsno. Kompaniji se određuje procenat domicilnih rezidenata koji se moraju zaposliti u njoj, traže se određena ulaganja u javne objekte i projekte zaštite okoline, sponzorstva i sl. Kompanijama se nameću određene zabrane i kvote u pogledu raspolaganja konvertabilnim instrumentima. Najteži oblik političkog rizika je oduzimanje vlasništva. Tako na primer, u Čileu je vlada 1971. godine preuzela sva preduzeća za proizvodnju bakra. Politički rizik se manifestuje u porezima i drugim obavezama koje mogu biti veće od domaćih kompanija, zahtev za isplatu većih plata nego što su u domicilnim kompanijama. Na taj način, inostrana kompanija smanjuje svoju konkurentnost na određenom tržištu.

Merenje političkog rizika može da se vrši na sledeći način:

- 1) Makro procena, zasniva se na poređenju političkog rizika jedne zemlje, u odnosu na druge zemlje. Ukoliko neka zemlja ima visok politički rizik, to je znak da treba izbegavati bilo kakvo investiranje i finansiranje, bez obzira na moguće ostvarenje profita.
- 2) Mikro procena se utvrđuje u okviru jedne zemlje, tako što se međusobno upoređuju određene privredne grane, sektori ili kompanije.

Procena se vrši na osnovu kvantitativnih metoda, utvrđene parametrike, modela i pokazatelja ili subjektivnim metodama. Kako su politički rizici mnogobrojni, kompanije moraju preduzeti određene mere zaštite. Kontrola političkih rizika i mere zaštite sastoje se u sledećem:

- 1) Preventivna kontrola političkog rizika vrši se pre samog finansiranja i investiranja u vidu pregovora i sklapanja određenih sporazuma.
- 2) Zaključuju se ugovori o osiguranju od političkog rizika kod ovlašćenih prvoklasnih osiguravajućih kompanija zemalja u kojima se vrši finansiranje.
- 3) U toku investiranja i finansiranja vrši se kontinuirana kontrola i merenje političkog rizika.
- 4) Sporazum o zajedničkom vlasništvu sa nekom domicilnom kompanijom, može da smanji stepen političkog rizika.
- 5) Politički rizik je specifičan rizik. Taj rizik se ne može eliminisati. Politički rizik može se samo kontrolisati i na taj način njime upravljati.

Politički rizik može se smanjiti putem saradnje sa zemljom u koju se investira, zapošljavanjem domaćih lica, adekvatnim investiranjem i ponašanjem u poslovanju u različitim situacijama. Na primer, rizik oduzimanja vlasništva može se smanjiti ako se određeni organizacioni deo (pogon) u toj zemlji, učini zavisnim od matične kompanije u pogledu tehnologije i tržišta. Međutim, kod naglih političkih promena i politički rizik je izuzetno veliki. Prema tome, politički rizik je najbolje procenjivati preventivno, pre ulaska u neku investiciju ili finansijski aranžman.

5.2.2.Upravljanje rizikom međunarodnih kredita

Postoji više načina za rešavanje problematičnih međunarodnih kredita i to su:

- Reprogramje duga i to uglavnom glavnice kako bi se prevazišao problem nelikvidnosti.
- Otkup duga po nižoj ceni na sekundarnom tržištu. Zajam se prodaje na osnovu procene poverioca o tome kolika je nova tržišna vrednost duga određene zemlje.

- Zamena duga za deonički kapital, gde kupac kupuje dug neke zemlje u razvoju uz određeni diskont na sekundarnom tržištu, a onda ga prodaje vladi zemlje dužnika i to za nacionalnu valutu. Nakon toga, strani kupac je u obavezi da za lokalnu valutu kupi akcije domaćeg preduzeća ili uloži u investicije.

- Zamena duga za dug, kada dužnik emituje nove obveznice sa kojima svoj stari dug zamenjuje za novi, a stari dug iskazuje po diskontnoj ceni sa sekundarnog tržišta.

- Zamena duga za robu.

- Zamena duga za ekološke programe, sastoji se u tome da se dug otkupi na sekundarnom tržištu, a zatim njegova nominalna vrednost u lokalnoj valuti uloži u ekološke projekte.

Na ovaj način dolazi do prestrukturiranja problematičnih međunarodnih kredita, tako što se sklapa novi ugovor o kreditu koji zamenjuje stari ugovor o kreditu. Novi ugovor o kreditu predviđa novu kamatnu stopu, duže rokove dospeća i novu tržišnu cenu kredita.

Upravljanje rizikom međunarodnog kredita u osnovi podrazumeva smanjenje izloženosti preduzeća riziku zemlje i riziku suvereniteta. Preduzeće treba da usmeri napore u cilju preventivne zaštite i smanjenja rizik. Danas se primenjuje nekoliko sistema za ocenu rizika međunarodnog kreditiranja.

-Metod kontrolnog prikaza, daje procenu ekonomskih i političkih faktora koji su u direktnoj korelaciji sa rizikom međunarodnog kredita, kao što su deficit platnog bilansa, porast nezaposlenosti i oružani sukobi. Svaki faktor može se posmatrati posebno ili može se posmatrati njihovo zajedničko dejstvo u okviru procesa procene međunarodnog kredita. Uticaj ovih faktora može se pretočiti u statističke pokazatelje vrednosti za rizik neizvršenja.

-Delfi metod uzima u obzir mišljenje stručnjaka prilikom donošenja odluke o međunarodnom kreditu. Stručnjaci za međunarodno pravo i analitičari vrše nezavisnu ocenu rizika zemlje, zatim međusobno razmenjuju informacije i saznanja, a potom eventualno revidiraju svoje prethodne procene o izloženosti riziku zemlje. Konačni izveštaj je zajednički izveštaj izrađen na osnovu

kompromisa u odnosu na veličinu izloženosti riziku pojedinačne zemlje.

Nedostatak ove dve metode sastoji se u tome, što promene mogu nastati mnogo pre nego što se uoče putem bilo kog izračunatog indeksa ili procene od strane grupe stručnjaka. U najznačajnije pokazatelje koji se danas koriste u utvrđivanju stepena izloženosti kredita riziku određene zemlje spadaju:

3. Stopa rasta novčane mase.
4. Koeficijent realnih investicija u odnosu na nacionalni proizvod.
5. Koeficijent otpisa plaćanja kamate i duga u odnosu na ukupan izvoz.
6. Koeficijent ukupnog uvoza deviznih rezervi.
7. Visina državnog deficita u odnosu na nacionalni proizvod,
8. Stepen finansiranja državne potrošnje putem međunarodnih kredita.

Kada preduzeće donesi odluku o realizaciji međunarodnog kredita, u toku postupka otplate kredita mora preduzimati određene mere zaštite. Te mere mogu se ogledati u vidu saradnje sa zemljom u koju se investira, zapošljavanjem domaćih lica, investiranjem na adekvatan način kako bi se smanjio mogući rizik zemlje. Ponekad je zajedničko ulaganje sa domicilnim korporacijama, jedini mogući način poslovanja ako je vlasništvo stranih investitora zabranjeno. Takođe, zajedničko ulaganje može unaprediti i učvrstiti poslovnu aktivnost.

U praksi teško je proceniti rizik zemlje, jer je to vrlo složen problem. Rizik zemlje i rizik suvereniteta ne predstavlja rizik pojedinačnog događaja. To je čitava lepeza događaja koji se akumuliraju u dužem vremenskom periodu i mogu imati bitan uticaj na sposobnost zemlje u servisiranju duga. Uvek iza ekonomskih odluka određene zemlje stoje političke odluke, a kod njih nije moguće identifikovati kvantitativne elemente rizika. U oceni rizika međunarodnog kredita, moraju se uzeti u obzir faktori eksterne prirode, na primer, promena cene nafte koja pogađa većinu zemalja.

5.3. Rizik plaćanja

Rizik plaćanja nastaje, ako jedna strana prema dogovoru plaća novcem ili dostavlja sredstva, pre nego što primi sopstvenu gotovinu ili sredstva, izlažući ih time potencijalnom gubitku. Rizik plaćanja je evidentiran 1974. godine, kada je bankrotirala jedna nemačka banka pod nazivom Bankhaus Herstatt. Banka je zatvorena zbog deficita likvidnosti, odsustva priliva i odlaganja plaćanja. Rizik plaćanja se zbog toga u stručnoj literaturi često naziva Bankhaus Herstatt rizik.

Rizik plaćanja je naročito izražen na međubankarskom tržištu. Ako dođe do zastoja u plaćanju kod jedne veće banke na međubankarskom tržištu, to može izazvati velike poremećaje u sistemu plaćanja. U tom slučaju, može doći do pojave domino efekta i kolapsa u platnom prometu zemlje. Danas je obim plaćanja na tržištu novca razvijenih zemalja, veći od iznosa kapitala u bankama.

Da bi smanjile rizik plaćanja na međubankarskom tržištu, mnoge zemlje primenjuju različite sisteme plaćanja, od kojih su najpoznatiji sledeći:

1. Saldiranje na neto principu - Netting
2. Sistem plaćanja u realnom vremenu - RTGS (Real Time Gross Settlement)
3. Saldiranje po principu nalog po nalog u realnom vremenu - TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer).
4. Sistem plaćanja na kontinuiranoj vezi - CLS (Continuous Linked Settlement).

Saldiranje na neto principu su koristile mnoge zemlje kako bi smanjile rizik plaćanja. Ovaj sistem omogućava banci, da izvrši pojedinačno plaćanje suprotnoj strani. Na taj način se znatno smanjuje obim platnog prometa i međusobnih plaćanja učesnika u poslu. Ovaj sistem plaćanja bio je karakterističan za razvijene zemlje. Centralna banka traži, da poslovne banke na kraju svakog radnog dana, izvrše svoje obaveze na osnovu novčanih priliva i odliva.

U ovom sistemu, plaćanje i saldiranje imaju multilateralni karakter. Rizik plaćanja nastaje zbog multilateralnog karaktera platnog prometa. Ako u sistemu plaćanja, jedna banka nije u stanju da izmiri svoje obaveze, to može lančano da izazove nesposobnost i drugih banaka da izvrše plaćanja. Rizik plaćanja tada ima sistemski karakter. Zbog toga, centralne banke pojedinih zemalja koriste zaštitne mehanizme u vidu limita multilateralne izloženosti, uvođenje obaveze kolaterala, kaznene kamatne stope ako se banka obrati centralnoj banci za korišćenj likvidnih sredstava radi razmene naloga.

Sistem bruto plaćanja u realnom vremenu - RTGS, pojavio se u drugoj polovini 90-ih godina dvadesetog veka u razvijenim zemljama. Ovaj sistem plaćanja odnosi se na naloge u platnom prometu koji imaju velike novčane iznose. Kod ovog sistema plaćanja saldiranje se vrši kontinuirano, nalog po nalog, u realnom vremenu na računima centralne banke. Prema tome, kod RTGS sistema plaćanja, saldiranje se vrši permanentno, za razliku od saldiranja na neto principu, gde se saldiranje vrši na kraju radnog dana.

Sistem saldiranja po principu nalog po nalog u realnom vremenu – TARGET, struktuiran je od pojedinačnih RTGS sistema zemalja članica evro zone. RTGS sistemi pojedinih zemalja su povezani preko mehanizma za umrežavanje. Na taj način, omogućen je prenos novčanih sredstava u istom radnom danu unutar evro zone. Zemlje članice Evropske unije, koje nisu u evro zoni (Velika Britanija, Švedska, Danska), mogu se povezati TARGET sistemom plaćanja.

Sistem plaćanja na kontinuiranoj vezi – CLS, uveden je 1995. godine. Njegovo uvođenje i primenu inicirale su najveće međunarodne banke kod trgovanja devizama. CLS sistem uveden je radi zaštite od rizika plaćanja kod valutno-devizne trgovine. Ovaj sistem omogućava plaćanje u realnom vremenu na globalnom planu, bez obzira na vremensku zonu. CLS sistem koristi petočasovno preklapanje sistema za plaćanje iz SAD, Evrope i Azije. Na taj način, plaćanje se obavlja u istom danu, čime se izbegava vremenska dimenzija rizika plaćanja.

CLS sistem funkcioniše preko jedinstvene CLS banke koja predstavlja jedinstvenu klirinšku banku, centralne banke u čijoj valuti se vrši plaćanje i članica CLS banke. CLS banka predstavlja vlasništvo 70 najvećih finansijskih grupa na svetu. CLS banka, za svaku svoju članicu ima račun u više valuta. Obim platnog prometa

preko CLS banke je izuzetno veliki i ima tendenciju stalnog uvećanja. CLS sistem vrši plaćanja na bruto principu u realnom vremenu. Ovaj sistem smanjuje izloženost riziku plaćanja iz sledećih razloga:

- 1.Održava kontrolu novčanih tokova na duži period.
- 2.Omogućuje efikasnije upravljanje likvidnošću.
- 3.Smanjuje se obim plaćanja.
- 4.Nastali problemi se mogu brzo i efikasno rešavati.
- 5.Mogućnost pojave grške u sistemu plaćanja je minimalna.

5.4.Tržišni rizik

Tržišni rizik je vezan za svakodnevne aktivnosti na međunarodnom finansijskom tržištu,gde se nude i potražuje široka lepeza finansijskih instrumenata.Tržišni rizik nastaje zbog negativnog odstupanja određene trgovačke pozicije na kraju dana. Za tržišni rizik nije bitan vremenski interval držanja instrumenta u portfeljima učesnika međunarodnih finansijskih tržišta ,već je bitna tržišna vrednost instrumenta na početku i na kraju perioda trgovanja. Transakcije na tržišnom instrumentu koji je predmet trgovanja, na kraju perioda trgovanja, moraju biti likvidirane na osnovu dnevne cene zatvaranja.

Učesnici finansijskih tržišta su najviše izložene tržišnom riziku prilikom trgovanja sledećim instrumentima:

- 1.Vlasničke hartije od vrednosti - akije.
- 2.Dužničke hartije od vrednosti - obveznice.
- 3.Finansijski derivati na podlozi zajma - fjučersi, opcije, kamatni i valutni svopovi.
- 4.Finansijski derivati na podlozi dužničkih hartija od vrednosti – fjučersi, opcije i varanti.

Kod tržišnog rizika može se govoriti o sistemskom i nesistemskom tržišnom riziku. Sistemski tržišni rizik nastaje kao proizvod promene cena svih tržišnih instrumenata. Promena cena inicirana je od strane države putem vođenja ekonomske politike zemlje.

Nesistemski tržišni rizik nastaje, kada se cene određenog tržišnog instrumenta ne kreću u pravcu cena sličnih instrumenata. Ako dođe do pada vrednosti tržišnog portfelja, banka će imati gubitak na tržištu. Gubitak predstavlja razliku vrednosti pozicija trgovanja na kraju i na početku perioda trgovanja. Zbog toga, za utvrđivanje tržišnog rizika nije bitan vremenski interval držanja instrumenta u portfelju banke. Tržišni rizik obuhvata period potreban da se otvorena pozicija zatvori.

Izloženost tržišnom riziku manifestuje se preko nestabilnosti tržišnih indikatora, kao što su devizni kurs, kamatne stope, berzanski indeksi i sl. Kolebljivost određenog tržišta mora se posmatrati istovremeno sa osetljivošću instrumenta trgovanja, kako bi se što realnije utvrdila dnevna odstupanja datog instrumenta. Osetljivost instrumenta može se definisati na osnovu stepena promene vrednosti instrumenta u određenom tržišnom indikatoru. Tako na primer, vlasničke hartije od vrednosti osetljive su na berzanske indekse, a dužničke hartije od vrednosti na promene kamatnih stopa.

Za kontrolu tržišnog rizika, potrebno je utvrditi limite u knjigama trgovanja. Vrednost portfelja mora da se kreće u okvirima graničnih vrednosti, kako ekonomski subjekti ne bi bila izloženi gubicima. Ako se vrednost portfelja održava u okvirima definisanih graničnih vrednosti, to je dokaz, da menadžment kvalitetno upravlja tržišnim rizikom.

Danas, zbog velikih promena na tržištu kapitala, oscilacije vrednosti instrumenata trgovanja mogu biti značajne i u periodima kratkog trajanja transakcije. Naravno, veća odstupanja se javljaju ako je period likvidiranja instrumenta duži. Neefikasna kontrola tržišnog rizika, može proizvesti odstupanja tržišnog portfelja, nezavisno od trajanja perioda trgovanja. Takođe, prodaju nelikvidnih tržišnih instrumenata mogu pratiti značajni tržišni gubici.

5.5. Operativan rizik

Operativni rizik nastaje usled neadekvatnih odluka menadžmenta preduzeća, pogrešnih internih procesa ili zbog negativnog uticaja eksternih faktora. Operativni rizik direktno utiče na pojavu gubitka u poslovanju. Gubitak može da nastane zbog prevare ili propusta da se blagovremeno reaguje na određenu pojavu. Pojava operativnog rizika kompromituje preduzeće i smanjuje njegov rejting.

Operativni rizik nastaje zbog lošeg funkcionisanja informacionog sistema, nepostojanje monitoringa rizika, neadekvatne interne procedure, pravila i standardi, nepreduzimanje korektivnih akcija, neusklađenost internih pravila i procesa sa merama hedžinga od rizika u preduzeću. Operativni rizik banke uključuje i pravni rizik. Na pojavu operativnog rizika mogu uticati:

1. ljudski faktor,
2. tehnički faktor,
3. procesne radnje,
4. informaciona tehnologija.

Kod ljudskog faktora uglavnom se radi o greškama u radu, kao posledica nedovoljnog iskustva menadžmenta, nedisciplinovanost u primeni pravila i procedura i sklonost prevarama koja proističe iz nepoštovanja etičkog kodeksa.

Kod tehničkog faktora greške nastaju zbog pogrešno definisanog modela koji se koristi. Takođe, greške nastaju i zbog toga, što se ne poseduju adekvatni alati za merenje rizika.

Ako su procesne radnje uzročnici operativnog rizika, onda se najčešće radi o sledećem: a) neadekvatno izveštavanje, odlučivanje i monitoring, b) neadekvatna obrada informacija, c) neadekvatna kontrola procesa, d) neadekvatna organizaciona šema, e) ulazak u zonu velike izloženosti riziku i sl.

Ako je informaciona tehnologija uzročnik rizika, tada su prisutne slabosti u informacionom sistemu, koje mogu u određenom trenutku da dovedu do zastoja ili blokade istog. Tako stanje informacionog sistema

sprečava pravovremeno reagovanje u pogledu pojave druge vrste rizika u banci.

Merenje operativnog rizika znači, ocenu verovatnoće da se desi nepoželjna situacija u banci i trošak koji prati tako stanje. Praktična iskustva kazuju, da merenje operativnog rizika nije jednostavan zadatak. Potrebno je, klasifikovati događaje i objediniti podatke u vezi operativnog rizika. Nakon svega toga, svaki od mogućih operativnih faktora rizika treba procenjivati, kako bi se izvršila procena mogućeg gubitka.

Stalno rastući značaj operativnog rizika posledica je sledećih procesa:

1. Elektronska trgovina na finansijskom tržištu povećava operativni rizik i izloženost prevarama.
2. Procesi fuzije, razdvajanja i konsolidacije u međunarodnim finansijama su svojevrsan test postojanosti novih integracionih sistema.
3. Globalni integrisani sistemi i procesi automatizacije u slučaju zastoja, mogu da izazovu velike poremećaje i snažno uvećanju operativni rizik.
4. Sistem kliringa i saldiranja u platnom prometu dodatno uvećava operativni rizik.
5. Procesi unutrašnje tehničke i kadrovske podrške funkcijama administriranja, potvrđivanja, saldiranja i računovodstvenog evidentiranja transakcija.

5.6. Rizik koncentracije i monopola

Proces integrisanja u međunarodnim finansijama, u poslednjih nekoliko godina veoma je intezivan. Putem integracije nestalo je hiljade banaka, osiguravajućih kompanija, finansijskih kompanija, štedionica, brokera, dilera i drugih finansijskih institucija. Pokretačka snaga ovog procesa u međunarodnim finansijama su promene u zakonskoj regulativi, velika konkurencija na međunarodnom finansijskom tržištu, smanjenje troškova, veća efikasnost poslovanja i smanjenje rizika.

Proces fuzije omogućio je bankama, osiguravajućim kompanijama, brokerima, dilerima i fondovima da se međusobno pripoje. Na taj način stvorene su velike finansijske kompanije koje imaju diversifikovanu poslovnu ponudu i veću stabilnost na međunarodnom finansijskom tržištu. Talas fuzije zahvatio je Evropu 90-ih godina dvadesetog veka, uporedo sa širenjem Evropske unije. Proces fuzije i preuzimanja vodećih banaka, osiguravajućih kompanija i kompanija koje posluju sa hartijama od vrednosti, naročito je bio intezivan u Nemačkoj, Francuskoj i Italiji. Azija i Japan su sledili Evropu u porastu broja fuzija i preuzimanja.

Dva dominantna trenda na međunarodnim tržištu poslednjih godina su:

- 1) konsolidacija, i
- 2) konvergencija.

Konsolidacija se odnosi na opadajući broj kompanija u bilo kojoj oblasti. Najbolji primer za to je osnivanje finansijskih holding kompanija, sa veoma raznovrsnim spektrom finansijske delatnosti. Na taj način, došlo je do spajanja nekih najvećih banaka i nebankarskih finansijskih kompanija. Smanjuje se broj malih finansijskih kompanija, a uvećava obim i veličina drugih finansijskih kompanija. Prema tome, usled fuzije i pripajanja, javlja se fenomen udruživanja, koncentracije i monopola, kada manji broj finansijskih kompanija dominira na međunarodnom finansijskom tržištu.

Konvergencija označava širenje poslovanja kompanije van svoje delatnosti. Kompanija, koja je ranije nudila samo jednu vrstu usluga, počinje da se bavi i drugim poslovima da bi proširila svoju bazu usluga. Ovaj fenomen najbolje se uočava kod banaka i finansijskih kompanija. Sve češće one ulaze u međusobne oblasti poslovanja sa ponudom istih

ili sličnih proizvoda i usluga. Na taj način, dolazi do preklapanja poslova i do jačanja konkurencije.

Pod ovakvim pritiscima konkurencije, dolazi do propadanja manjih i slabijih kompanija ili do njihovog pripajanja većim kompanijama. Trendovi konsolidacije i konvergencije doveli su do toga, da banke budu u zajedničkom vlasništvu sa osiguravajućim kompanijama, brokersko-dilerskim kompanijama, kompanijama za kreditne kartice, štedionicama i brojnim nebankarskim finansijskim institucijama.

Fuzije uglavnom nastaju iz potrebe akcionara da povećaju dividendu i imovinu ili očekivanja menadžmenta da imaju viša primanja i privilegije. Kako menadžeri, tako i akcionari, žele da putem fuzije smanje izloženost riziku svoje finansijske kompanije. Mnogobrojni su motivi za sprovođenje fuzije, a najznačajniji su sledeći:

- 1) povećanje profita kompanije,
- 2) smanjivanje rizika poslovanja,
- 3) spašavanje kompanija koje propadaju,
- 4) tržišno pozicioniranje kompanije,
- 5) povećanje efikasnosti poslovanja kompanije,
- 6) povećanje konkurentnosti kompanije.

Povećanje profita kompanije nastale putem fuzije, uslovljeno je povećanjem prihoda i snižavanjem troškova. Na taj način, može da poraste vrednost akcija kompanije, što uvećava imovinu vlasnika. Prihodi kompanije se uvećavaju zbog veće iskorišćenosti tržišta i razvoja novih finansijskih proizvoda i usluga, a troškovi se smanjuju i efikasnije kontrolišu.

Smanjivanje rizika poslovanja nastaje usled diversifikacije kompanije, kako u pogledu širenje programa proizvoda i usluga, tako i u pogledu osvajanja novih tržišta. Kompanija postaje stabilnija i mnogo sposobnija da se suprostavi fluktuacijama i konkurenciji na međunarodnom finansijskom tržištu. Koncentracijaija povećava veličinu i ugled kompanije, otvara nova tržišta i omogućava ponudu novih proizvoda i usluga.

Spašavanje kompanija koje propadaju je obično motiv za integrisanje kompanija. Na primer, mnoge bankarske fuzije imale su za

cilj da zaštite sredstva rezervi za osiguranje depozita kod nadležnih korporacija.

Tržišno pozicioniranje kompanije se u potpunosti menja. Nova kompanija, nastala putem fuzionisanja je prisutna na potpuno novim tržištima. Osvajanje novih tržišta putem fuzije, mnogo je isplativije od otvaranja novih kompanija ili kupovine postojećih kompanija. Kompanija nastala procesom fuzije, služi kao baza za dalju ekspanziju poslovanja.

Povećanje efikasnosti poslovanja kompanije nastaje usled smanjenja broja zaposlenih i eliminisanja dupliranih kapaciteta. Na primer, 2001.godine nemačko osiguravajuće društvo „Allianz“ pripojilo je nemačku „Dresdner Bank“, kada je 8000 zaposlenih ili 16 procenata ukupne radne snage dobilo otkaz. Jedan od najvažnijih motiva fuzionisanja je smanjenje poslovnih troškova, diversifikacija poslovanja i nova tržišta.

Povećanje konkurentnosti kompanije je posledica fuzije. Procesom fuzije smanjuje se broj učesnika na finansijskom tržištu. Sa porastom fuzije raste i koncentracija finansijskih usluga na međunarodnom finansijskom tržištu. Najveća je koncentracija u velikim svetskim metropolama, dok je mnogo manja koncentracija na lokalnim tržištima.

U slučaju nekontrolisane koncentracije, kvalitet usluga može da opadne, a njihove cene da porastu. Očigledno je, da uporedo sa rastom fuzije, ide brz rast koncentracije finansijskih usluga u međunarodnim finansijama.

Od ostalih motiva za fuzionisanje, može se navesti povećanje i bolja iskorišćenost potencijala finansijskih kompanija, sposobniji i kvalitetniji menadžment, transfer znanja i tehnologije i sl.

Izbor odgovarajućeg partnera za fuziju je vemo težak zadatak za menadžment i vlasnike banke ili nebankarske finansijske institucije. Pravilan odgovor može se dati jedino, ako se izmere troškovi i koristi nameravane fuzije. Interes kompanije koja pripaja i interes kompanije koja se pripaja nije uvek istovetan. Zbog toga je teško izračunati odnos troškova i zarade. Međutim, interes svake fuzije je da se poveća tržišna vrednost kompanije koja se pripaja. Jedino na taj način će njeni akcionari imati veće prihode na uložena sredstva.

Jedan od uslova isplative fuzije je povećanje efikasnosti poslovanja, odnosno smanjenje troškova poslovanja na jednu novčanu jedinicu prihoda. Smanjenje troškova poslovanja može da se postigne eliminisanjem nepotrebnih dupliranja, na primer dva odvojena sektora planiranja, marketinga, revizije itd. Efikasnost poslovanja može da se poveća primenom tehnoloških dostignuća i automatizacije.

Drugi uslov uspešne fuzije je povećanje zarade finansijske kompanije. Veća zarada se postiže ulaskom na nova tržišta i ponudom novih proizvoda i usluga. Finansijska kompanija na taj način širi geografsku diversifikaciju i diversifikaciju ukupnih proizvoda i usluga. Na taj način, finansijska kompanija smanjuje rizik, stabilizuje zaradu i povećava tržišnu vrednost akcija.

Osnovno pitanje je, da li će se nakon izvršene fuzije povećati jedinična vrednost akcija? Vlasnici akcija u obe kompanije, one koja pripaja i one koja je pripojena, očekuju povećanje zarada po jediničnoj vrednosti akcija. To će se desiti u sledeća dva slučaja:

- 1) Ako kompanija sa višom stopom cene prema zaradi po jediničnoj vrednosti akcija, pripoji kompaniju koja ima nižu stopu cene prema zaradi.
- 2) Da ne padne ukupna sjedinjena zarada nakon izvršene fuzije.

Fuzija se obično realizuje na dva načina:

- 1) metodom kupovine aktive, i
- 2) metodom kupovine akcija.

Metodom kupovine aktive, kompanija koja vrši pripajanje, kupuje celokupnu aktivu ili deo aktive kompanije koja se pripaja. Pripojena kompanija, gotovinu ili akcije deli svojim akcionarima u vidu likvidirane dividende. Nakon toga pripojena kompanija se raspušta. Metodom kupovine akcija, pripojena kompanija prestaje da postoji. Kompanija koja je izvršila pripajanje preuzima svu imovinu i sve obaveze.

Drugi važan faktor, koji se uzima u obzir prilikom fuzije, jeste stepen adekvatnosti kapitala kompanija koje se spajaju. Takođe, uzima se u obzir kvalitet menadžmenta, stabilnost zarade, zahtev i potrebe tržišta na kome se vrši poslovanje.

Fuzije koje ne podstiču slobodnu konkurenciju, ne mogu dobiti dozvolu regulatornih organa. Regulatorni organi dozvoljavaju samo one fuzije koje podižu stepen slobodne konkurencije, na adekvatan način uvode nove usluge u određenoj sredini i spašavaju neuspešne kompanije od propadanja.

Stepen koncentracije na jednom finansijskom tržištu meri se učešćem aktive ili depozita, koji jedna finansijska kompanija poseduje ili kontroliše na tom tržištu. Ako jedna finansijska kompanija poseduje ili kontroliše veći deo aktive i depozita na određenom tržištu, postoji realna opasnost da će doći do netržišnog ponašanja.

Netržišno ponašanje ogleda se u pojavi monopola, visokih cena i lošeg kvaliteta. Tako ponašanje nanosi štetu građanima i javnosti. Tržišna koncentracija izračunava se na osnovu koeficijenta koncentracije poznat kao Herindahl – Hirschman Indeks (HHI).²⁶

HHI pokazuje učešće aktive ili depozita svake finansijske kompanije, koja posluje na određenom tržištu. Tržišno učešće svake kompanije pojedinačno se prikazuje kao račun na kvadrat (kvadratura). HHI se izračunava kao zbirni račun na kvadrat tržišnog učešća, svih kompanija koje deluju na određenom tržištu.

$$HHI = \sum_{i=1}^n A_i^2$$

A predstavlja procenat depozita ili aktive određenog tržišta koji je pod kontrolom ili u posedu i-te finansijske kompanije.

Finansijska kompanija	Depoziti	Tržišno učešće ukupnih depozita	Tržišno učešće svake fin. kompanije na kvadrat
A	500 miliona \$	50%	2.500
B	250 miliona	25	625
C	150 miliona	15	225
D	100 miliona	10	100

²⁶ Peter S. Rose, Sylvia C. Hudgins: Bankarski menadžment i finansijske usluge, Beograd, 2005. godine str. 675-703

UKUPNO	1.000 miliona \$	100%	3.450
--------	---------------------	------	-------

Prikaz 5-1: Depoziti i tržišno učešće finansijskih kompanija na određenom tržištu

Koeficijent HHI ide do 10.000 (100^2), što predstavlja monopolsku poziciju, kada je samo jedna kompanija na određenom tržištu. Što je manji koeficijent HHI, to je manja dominacija jedne ili nekoliko kompanija na određenom tržištu. Ako su na određenom tržištu kompanije približno iste veličine, smatra se da je to tržište konkurentnije i da ne postoji mogućnost pojave netržišnog ponašanja. Netržišno ponašanje izražava se u vidu visokih cena i lošeg kvaliteta.

U prethodnom primeru, visoku koncentraciju depozita ima finansijska kompanija A. Ona je duplo veća od najvećeg konkurenta, a pet puta je veća od najmanjeg konkurenta. Regulatorni organi prate ponašanje kompanija i utvrđuju da li one imaju monopolski položaj, odnosno da li ugrožavaju slobodnu konkurenciju. Regulatorni organi mogu da spreče svako predloženo integrisanje, koje bi imalo negativan uticaj na konkurenciju i na taj način ugrožavalo javni interes.

U okviru Evropske unije, postoji Briselska komisija koja vodi računa o pravilima integrisanja u okviru zajednice. Ova komisija može da blokira svaku integraciju, koja vodi velikoj tržišnoj koncentraciji i kolektivnoj dominaciji. Godine 2002. SAD i Evropska unija složile su se, da vrše kontrolu procesa integrisanja transnacionalnih kompanija, kada američke i evropske kompanije odluče da ujedine svoje vlasništvo.

LITERATURA

1. **Altman I. Edwar**: Handbook for Banking Strategy, Edited by: Richard C. Aspinwalt and Robert A. Eisenbeis, John Wiley and sons, New York, 1985.
2. **Alexander J. Gordon and William F. Sharpe**: Analiza obveznice, Beograd, 1991.god.br.11
3. **Andersen Arthur and Co**: New Dimensions in Banking: Managing the Strategic Position, Bank Administration Institute, Chicago, 1983. god.
4. **Beim U. David**: Why Are Banks Dunig: The Columbia Journal of World Busines, Spring 1992.god.
5. **Bandin dr Jelena**: Uticaj metoda obračunavanja po standardnim varijabilnim troškovima na efikasnost poslovnog odlučivanja u uslovima različitih tipova proizvodnje, Ekonomski fakultet, Subotica, 1983. god.
6. **Beck N. Robert**: Strategic Management of Humna Resources, u knjizi: The Finanical Services Handbook – Executive Insights and Solutions, Editors: Eilleen M. Friars and Robert N. Gogel, John Wiley & sons, New York 1987. god.
7. **Beston J. George**: Universal Banking, Journal of Economic Perspectives, 1994. god.
8. **Æiroviæ dr Milutin**: Monetarno kreditni sistem, Savremena administracija, Beograd, 1975. god.
9. **Æiroviæ dr Milutin**: Bankarski menadžment, Ekonomski institute, Beograd, 1995. god.
10. **Æurèiæ N. dr Uroš**: Bankarski portfolio menadžment, Novi Sad, 2002.god.
11. **Æurèiæ N. dr Uroš**: Strategijsko planiranje u bankarstvu – oblikovanje uspešne profitne strategije banke, Feljton, Novi Sad, 1999. god.
12. **Æurèiæ N. dr Uroš**: Upravljanje rastom i performansama banke, Novi Sad, 2003. god.
13. **Æurèiæ N. dr Uroš**: Marketing poslovne banke, Udruženje banaka u Beogradu i Beogradski eskontni centar – Beograd, 1992. god.
14. **Compton N. Eric**: Inside Commercial Banks, Second Edition, John Wiley & sons, New York, 1983. god.
15. **Cole P. Leonard**: Cost Analysis Control in Banks, Bankers Publishing Company, Boston, 1985. god.
16. **Copleand S. Timothy**: Aspects to Consider in Developing a Loan Pricing Microcomputer Model, The Magazine of Administration, August 1983. god.

17. **Caruth L. Donald**: Work Measurement in Banking, Second Edition, Bankers Publishing Company, Boston, 1984. god.
18. **Channon Derek**: Global Banking Strategy, New York, John Wiley 1988. god.
19. **Dedoviae dr Mihailo**: Monetarne i javne finansije, 2004. god.
20. **Duane B. Graddy and Austin H. Spencer**: Managing Commercial Banks Community, Regional and Global, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1990. god.
21. **David Durand**: Risk Elements in Consumer Installment Lending, National Bureau of Economy Resarch, New York, 1941. god.
22. **Donnelly H. Jones, Jr. Steven J. Skinner**: The New Banker - Developing Leadership in a Dinamic Era, Dow Jones – Irwin illinois.
23. **Duane B. Graddy and Austin H. Spencer**: Managin Commercial Banks Community, Regional and Global, Prentice – Hall, Englwood Cliffs, New Jerey, 1990. god.
24. **Danton Graeme**: Quarterly Bullten, Bank of Egland, 1992. god.
25. **Đurièin Dragan, Janoševiae Stevo**: Menadžment i strategija, Beograd, 2006. god.
26. **Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhard**: Financial Management, Theory and Practice, Tenth Edition, South, Western, 2002. god.
27. **Frederic S. Mishkin**: Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta, Ekonomski fakultet, Beograd, 2006. god.
28. **Flannery Mark**: Portfolio View on Loan Selection and Pricing, New York, John Wiley, 1985. god.
29. **Fitch Thomas**: Dictionary of Banking Terms, Barrous Bussines Guide, New York, 1999. god.
30. **Golijanin dr Milan**: Bankarstvo Jugoslavije – Teorija, organizacija, poslovanje, Treće dopunjeno i izmenjeno izdanje, Privredni pregled, Beograd, 1983. god.
31. **Glenn G. Munnand and F.L. Garcia**: Encyclopedia of Banking and Finance, Revised and Expanded, Bankers Publishing Company, Boston, 1983. god.
32. **Hale H. Roger**: Credit Analysis – A Complete Guide, John Wiley & sons, New York, 1983. god.
33. **Hoffland I. David**: Model Investment Policy, Finanical Analysisis, Journal maj-jun, 1978. god.
34. **Hoffman H. Douglas**: Risk Management: The Bankers Handbook, Third Edition, Edited by William H. Baugh, Tomas i Storrs and Charls E.Walker, Dow Jones – Irwin, Homewood illinois, 1988. god.
35. **Harrington R.**: Asset and Liability Management by Banks, Paris, OECD, 1987. god.

36. ***Ivanoviæ mr Periša***: Zaštita od rizika deviznog kursa – hedžing na deviznom tržištu, Account Novi Sad, 1994. god.
37. ***Ingo Walter and Roy C. Smith***: Global Capital Markets and Banking, London, 1992. god.
38. ***Joviæ dr Srboljub***: Bankarstvo, Naučna knjiga, Beograd, 1990. god.
39. ***Jovanoviæ dr Miodrag***: Banke i štedionice na finansijskom tržištu, Ekonomski institut, Beograd, 1993. god.
40. ***Jeliæ dr Milan***: Menadžment poslovnih sistema, M.Power, Banja Luka, 2005. god.
41. ***Komazec dr Slobodan, Živkoviæ dr Aleksandar, Ristiæ dr Žarko***: Bankarstvo, Beograd, 2001. god.
42. ***Krasulja dr Dragan, Ivaniševiæ dr Milorad***: Poslovne finansije, Beograd, 2005. god.
43. ***Kneževiæ dr Milan***: Banka – organizacija i poslovanje, Školska knjiga, Zagreb, 1984. god.
44. ***Korošić dr Marijan***: Jugoslovenska kriza, Naprijed, Zagreb, 1988. god.
45. ***Kukoleèa S.***: Organizacioni poslovni leksikon, Rad, Beograd, 1986. god.
46. ***Kotler Philip***: Marketing Analysis, Planing and Control, Fourth Edition, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1980. god.
47. ***Krasulja dr Dragan, Milorad dr Ivaniševiæ***: Poslovne finansije, Ekonomski fakultet, Beograd, 1999. god.
48. ***Krstić Ž. dr Borko***: Bankarstvo, Ekonomski fakultet, Niš, 1996. god.
49. ***Kovaè dr Oskar***: Platni bilans i međunarodne finansije, Beograd, 1994. god.
50. ***Lowell Bryan***: Structured Securitized A. Superior Tehnology for Lending, Edition: Donald Chewa Cambridge Massachusetts, Basil Blackwell, 1991. god.
51. ***Leroy Roger and David van Hosse***: Moderni novac i bankarstvo, Treće izdanje, Zagreb, 1997. god.
52. ***Ljutić Ž. dr Branko***: Kolaps trgovačke banke, Barings Brothers Securites CO, Financing br.5, 1995. god.
53. ***Marwick Me Lintoc Peat***: Banking in the UK, London, 1988. god.
54. ***Milojeviæ dr Miroslav, Momèilo Tomić, Lepasava Keleèeviè, Snežana Dukanac, Andžić mr Milenko***: Poslovanje novčanim hartijama od vrednosti institut za ekonomiju i finansije, Beograd, 1996. god.
55. ***Milosavljeviæ dr Momèilo***: Marketing, Ekonomski fakultet, Tanjug, 1979. god.
56. ***Mary Ann Pezzulo***: Marketing for Bankers, American Bankers

Association, Washington D.C. 1982. god.

57. **Mikarević dr Dragan**: Strateški finansijski menadžment, Ekonomski

fakultet, Banja Luka, 2002. god.

58. **Pelević dr Branislav**: Uvod u međunarodnu ekonomiju, Beograd, 2006. god.

59. **Pušara dr Kostadin**: Međunarodne finansije, Beograd, 2003. god.

60. **Pušara dr Kostadin**: Menadžment u poslovnim finansijama, Beograd, Naučna knjiga, 1994. god.

61. **Pušara dr Kostadin**: Bankarstvo i sistem plaćanja, Novi Sad, VEKŠ, 1993. god.

62. **Pohlman Jerry**: Handbook for Banking Strategy, New York, John Wiley, 1985. god.

63. **Rose S. Peter, Sylvia C. Hudgins**: Bankarski menadžment i finansijske usluge, Beograd, 2005. god.

64. **Rose S. Peter**: The Channing Structure of American Banking, New York, 1987. god.

65. **Rose S. Peter**: The Economist of the Banking Firm, u knjizi: The Bankers Handbook, Third Edition, Edited by: William H. Baughn, Tomas I. Stors and Charls E. Walker, Dow Jones – Irwin, Homewood illinois, 1998. god.

66. **Rose S. Peter**: The Bankers Handbook, Third Edition, Dow Jones – Irwin Homewood illinois, 1988. god.

67. **Rose S. Peter**: Commercial Banking Management, Third Edition irwin, 1995. god.

68. **Reed W. Edward and Edward K. Gill**: Commercial Bank, Fourth Edition, Prentice – Hall inc, Englewood Cliffs, New Jersey, 1989. god.

69. **Ranković dr Jovan**: Upravljanje finansijama, R.O. Zavod za savremenu oganizaciju poslovanja, Beograd, 1975. god.

70. **Ranković dr Jovan**: Specijalni bilansi, Pronikon, Beograd, 1996. god.

71. **Rodić dr Jovan**: Poslovne finansije, Ekonomika, Beograd, 1991. god.

72. **Rodić dr Jovan**: Poslovne finansije, Privredni pregled, Beograd, 1996.

god.

73. **Ristić dr Života**: Tržište novca (teorija i praksa), Privredni pregled, Beogra, 1996. god.

74. **Reed Edward**: Commercial Banking, Englwood Cliffs, Prentice – Hall, 1990. god.

75. **Ronssakins N. Emmanuel**: Commercial Banking in a Era of Deregulation, Preager, New York 1984. god.

76. **Somary dr Felix**: Bankpolitik, Tübingen, 1934. god.

77. **Simpson T.D.** : Money, Banking and Economic Analysis, 1976.god.
78. **Sinkey F. Joseph, Jr.**: Commercial Bank Financial Management in the Financial Services Industry. Third Edition, Mac Millian Publishing Company, 1989. god.
79. **Sherman J. Maisel**: Risk and Capital Adequacy in Commercial Banks, the University of Chicago, Press – Chicago and London, 1985. god.
80. **Saunders Anthony**: Financial Institutions Management – A Modern Perspective Irwin, 1994. god.
81. **Šaboviæ dr Šerif**: Potpokrízis, Damad, Novi Pazar, 1993. god.
82. **Šaboviæ dr Šerif**: Neusklaðenost strukture izvora, časopis SDK, 141-189, Beograd, 1989. god.
83. **Šaboviæ dr Šerif**: Blagovremeno otkrivanje poremećaja nastalih usled neusklaðenosti strukture izvora sredstava, Knjigovodstvo broj 3-1990, Beograd, 1990. god.
84. **Šaboviæ dr Šerif**: Važan factor uspostavljanja dinamičke ravnoteže, Beograd, 1989. god.
85. **Thornhill T. William**: Risk Management for Financial Institutions Applying Cost Effective Controls and Procedures, Bankers Publishing Company, Rolling Meadows Illinois, 1990. god.
86. **Tregoe B. dr Benjamin, Tobia M dr Peter and John W. Zimmerman**: Strategy and Resource Allocation: The Bankers, Handbook, Third Edition, Edited by: William H. Baughn, Thomas I. Stors and Charles E. Walker, Dow – Jones, Homewood Illinois, 1988. god.
87. **Vunjak dr Nenad**: Finansijki menadžment, Ekonomski fakultet, Subotica, 1994. god.
88. **Vunjak dr Nenad, Kovaèeviæ D. dr Ljubomir**: Bankarstvo, Subotica, 2006. god.
89. **Vunjak dr Nenad, Kovaèeviæ D. dr Ljubomir**: Finansijsko tržište, berze i brokeri (savremeni finansijski trendovi), Proleter, Bečej, Ekonomski fakultet, Subotica, 2003. god.
90. **Vunjak dr Nenad, Kovaèeviæ D. dr Ljubomir**: Poslovno bankarstvo (savremeni trendovi), Proleter, Bečej, Ekonomski fakultet, Subotica, 2002. god.
91. **Vunjak dr Nenad**: Finansijski menadžment (Knjiga 5 – Poslovne finansije), Proleter, Bečej, Ekonomski fakultet, Subotica, 2005. god.
92. **Vasiljeviæ dr Branko**: Rizici u bankarskom poslovanju, Fokus, 1990.god.
93. **Vasiljeviæ dr Branko**: Problemi efikasnosti, racionalnosti i rentabilnosti u poslovanju banaka, Niš, 1994. god.

94. *Vasiljević dr Kosta*: Teorija i analiza bilansa, Savremena administracija, Beograd, 1961. god.
95. *White V. William*: Strategic Planing for Bankers, American Association, Whashigton D.C. 1984. god.
-