



Академија струковних студија Шабац

Дејан Грујић
Јелена Игњатовић

ФИНАНСИЈСКИ МЕНАџМЕНТ

УЏБЕНИК



Шабац, 2024.



Уџбеник Академије струковних студија Шабац

ФИНАНСИЈСКИ МЕНАЏМЕНТ

Дејан Грујић

Јелена Игњатовић

Шабац, 2024.

ФИНАНСИЈСКИ МЕНАЏМЕНТ

Основни уџбеник
Прво издање, електронска публикација

Аутори:

др Дејан Грујић
др Јелена Игњатовић

Рецензенти:

Др Драго Цвијановић, Редовни професор, Универзитет у Крагујевцу
Др Симонида Вукадиновић, Ванредни професор, Универзитет Едуконс у
Сремској Каменици

Издавач:

АКАДЕМИЈА СТРУКОВНИХ СТУДИЈА ШАБАЦ
Шабац, Добропољска 5
akademija@akademijasabac.edu.rs

За издавача:

dr med sci. Светлана Карић

Лектура:

Проф. језика и књижевности Маријана Исаковић

Припрема за штампу:

Др Марија Бајагић
Дипл. инж Бошко Синобад

Дизајн корица:

Мсц Александра Ђорђевић

Основни уџбеник Академије струковних студија Шабац, одобрен за употребу
и објављивање Одлуком Наставно-стручног већа Академије број: 00/00/0-
000/0/2024 од 00.00.2024. године

Шабац, 2024. године.

Copyright:

© 2024. Akademija Šabac

Издавач задржава сва права.

Репродукција појединих делова или целине ове публикације није дозвољена

ISBN 0978-86-82858-01-0

ПРЕДГОВОР

Финансије су део економске науке и могу се дефинисати као наука о руковању новцем и капиталом, односно финансијским ресурсима. Примарни задатак финансија је проучавање модела (начина, процеса) управљања средствима (финансијама), улагања и штедње. Менаџмент са друге стране проучава управљање, али и законитости и проблеме функционисања организација – предузећа и јавних установа.

Финансијски менаџмент се као предмет, изучава на основним и мастер студијским програмима из области економије и менаџмента. Поред тога, ова интересантна област се користи од стране запослених, у свим домаћим и иностраним компанијама, рачуноводственим и књиговодственим агенцијама, јавним установама, банкама, као и не банкарским финансијским институцијама и слично.

Уџбеник Финансијски менаџмент настао је у циљу прилагођавања програма акредитованих струковних студија, Академије струковних студија Шабац, на студијским програмима Менаџмент, односно Менаџмент у агробизнису. Уџбеник је конципиран у седам делова. Први део уџбеника дефинише основе финансијског менаџмента, док други део указује на значај финансијских тржишта и финансијских институција. Трећи део анализира корпоративно финансирање предузећа, док четврти део истиче значај пореског система. Пети део уџбеника базиран је на значају новца, кроз појмове монетарне економије, односно монетарне политике и Централне банке (као банке свих банака), који су истакнути у шестом и седмом делу.

У нади да ће овај уџбеник користити циљним групама, аутори се захваљују породицама на безусловној подршци током писања. Поред тога, аутори користе прилику да се захвале рецензентима др Драги Цвијановић и др Симониди Вукадиновић, лектору проф. језика и књижевности Маријани Исаковић, затим колегама које су учествовале у уређивању овог уџбеника и посебно својим студентима.

Аутори

САДРЖАЈ:

I ОСНОВЕ ФИНАНСИЈСКОГ МЕНАЏМЕНТА.....	7
1. Улога финансија у процесу репродукције.....	8
2. Појам финансијског предузећа.....	9
2.1. Главни финансијски циљ предузећа.....	11
2.2. Споредни финансијски циљеви предузећа.....	13
3. Појам и предмет финансијског менаџмента.....	15
3.1. Организација финансијског менаџмента.....	16
3.2. Класификација одлука финансијског менаџмента.....	18
4. Управљање финансијским средствима предузећа.....	20
4.1. Финансијско управљање обртним средствима.....	21
4.2. Управљање новцем.....	22
4.3. Управљање залихама.....	25
5. Финансијско прогнозирање и планирање.....	27
6. Финансијска анализа.....	32
6.1. Појам и етапе финансијске анализе.....	32
6.2. Задаци финансијске анализе.....	34
7. Финансијска контрола.....	36
8. Ризик и левериџ.....	38
9. Финансијска штедња и финансијска актива.....	40
10. Финансијско извештавање.....	43
10.1. Извештајни биланси.....	44
10.1.1. Биланс стања.....	45
10.1.2. Биланс успеха.....	47
10.1.3. Извештај о токовима готовине.....	49
10.1.4. Анализа биланса предузећа.....	50
II ФИНАНСИЈСКА ТРЖИШТА И ФИНАНСИЈСКЕ ИНСТИТУЦИЈЕ.....	62
1. Појам финансијских тржишта.....	63
2. Карактеристике савремених финансијских тржишта.....	65
2.1. Тржиште новца.....	66
2.2. Тржиште капитала.....	69
2.3. Девизно тржиште.....	71
3. Финансијске институције.....	73
3.1. Централна банка као финансијска институција.....	74

3.2. Депозитне финансијске институције.....	78
3.3. Недепозитне финансијске институције.....	80
4. Берзе	82
III КОРПОРАТИВНО ФИНАНСИРАЊЕ ПРЕДУЗЕЋА	91
1. Појам финансирања предузећа.....	92
2. Начела финансирања	93
3. Правила финансирања	101
3.1. Хоризонтална правила финансирања	101
3.2. Вертикална правила финансирања	102
3.3. Остала правила финансирања.....	104
4. Временска вредност новца.....	106
5. Врсте финансирања	108
6. Солвентност предузећа.....	151
6.1. Услови одржавања оптималне солвентности предузећа.....	151
6.2. Мере за повећање новчаних примања и мере за смањење новчаних издатака	154
6.3. Критеријуми за избор мера политике солвентности.....	158
6.4. Унутрашњи узроци несолвентности предузећа	160
6.5. Спољашњи узроци несолвентности предузећа	164
IV ПОРЕСКИ СИСТЕМ	169
1. Појам пореског система	170
2. Појам и циљеви пореске политике	171
3. Пореска начела	174
3.1. Финансијско-политичка пореска начела.....	174
3.2. Социјално-политичка пореска начела.....	178
3.3. Финансијско-административна пореска начела	179
4. Класификација пореза.....	180
5. Порески систем у нашој земљи	183
5.1. Порез на добит предузећа.....	190
5.2. Порез на додатну вредност	194
5.3. Акциза.....	197
6. Доприноси.....	199
7. Евазија пореза.....	200
V МОНЕТАРНА ЕКОНОМИЈА.....	204
1. Појам монетарне економије	205

2. Појам и функције новца	212
2.1. Појам новца.....	212
2.2. Функције новца.....	217
2.3. Појавни облици новца.....	223
3. Новчана маса и брзина новца у оптицају.....	226
3.1. Концепције новчане масе.....	226
3.2. Монетарни агрегати.....	228
3.3. Ендогеност и егзогеност новчане масе	231
3.4. Брзина новца у оптицају.....	233
VI МОНЕТАРНА ПОЛИТИКА.....	238
1. Појам и суштина монетарне политике	239
1.1. Задаци монетарне политике	241
1.2. Циљеви монетарне политике.....	243
1.3. Монетарни инструменти.....	250
VII ЦЕНТРАЛНА БАНКА.....	260
1. Појам централне банке	261
1.1. Функције Централне банке	261
1.2. Централна банка – Валутни одбор (CURRENCY BOARD)	266
1.3. Организација и управљање Централних банака.....	267
1.4. Финансијски и инвестициони потенцијал банака	270
1.5. Степен независности Централне банке и Монетарни суверенитет.....	272
1.6. Народна банка Србије (НБС)	273
1.7. Развој монетарне политике Европске Уније	276
1.8. Историјат Европског монетарног система.....	279
1.9. Финансијске институције Европске уније.....	283
1.10. Платни систем Европске монетарне Уније.....	283
1.11. Европска Централна банка	284
ЛИТЕРАТУРА	290
Попис слика.....	299
Попис графикана.....	300

I

ОСНОВЕ ФИНАНСИЈСКОГ МЕНАѢМЕНТА

I ОСНОВЕ ФИНАНСИЈСКОГ МЕНАЏМЕНТА

Свако предузеће можемо посматрати као одређени финансијски систем. Финансијска средства су неопходна за оснивање предузећа, за његово текуће пословање, као и за развој. Имајући у виду основни циљ предузећа, финансијски менаџмент представља свеукупне активности које се односе на стицање, финансирање и управљање имовином. Главни задатак финансијског менаџмента је да обезбеди стабилне изворе финансирања, кроз све сегменте управљања финансијама, односно планирање, организацију, мотивацију и контролу. Одређивање појма финансијског менаџмента повезује се са дефиницијом финансијских односа, па се закључује да је финансијски менаџмент у ширем смислу компонента финансијске политике, која обухвата делатност усмерену на постизање постављених циљева, уз коришћење одабраних инструмената. Финансијски менаџмент је део система менаџмента и у тесној је вези са управљањем технологијом, ресурсима, кадровима, док са друге стране, грешке у финансијском менаџменту могу да доведу до негативних последица у области управљања баш ових сегмената.

1. Улога финансија у процесу репродукције

Финансије представљају свеукупност односа насталих у процесу стварања новчаних фондова државе и привредних субјеката, као и њиховог коришћења, у циљу репродукције, подстицања и задовољења социјалних потреба друштва¹.

Економске активности је могуће поделити на четири основне фазе:

1. производњу,
2. размену,
3. расподелу и
4. потрошњу.

Финансијске односе можемо поделити на три велике области: финансије привредних субјеката (предузећа, организације, установе), осигурање и државне финансије². У зависности од карактера привредних субјеката, унутар сваке од ових области могуће је издвојити појединачне групе, од којих свака има своје карактеристике и сопствену организациону структуру финансијског апарата.

Финансије привредних субјеката представљају веома битан део финансијског система државе.

Према изворима настајања, финансијски ресурси се деле на:

1. оне који се добијају на рачун сопствених средстава (акционарски капитал, деоничарски улози, приход од основне делатности, посебни приходи),
2. оне који су мобилисани на финансијском тржишту, као резултат операција са хартијама од вредности и позајмљивања, и
3. оне које се поново расподељују (буџетске субвенције и накнаде код осигурања).

¹ Јеринић, Д., Штефанидес, Д. (2010). Финансијски менаџмент. Нови Сад: Секот books.

² Милошевић, Г. (2011). Економска криза као фактор угрожавања безбедности Србије, Српска поликитичка мисао 18 (31), 247-260

Када је реч о делатности предузећа, могу се издвојити три основна циклуса:

- Инвестициони циклус - садржи повратну повезаност инвестиционих (улагање финансијских ресурса) и неинвестиционих (извлачење добити) операција предузећа.
- Циклус текућих операција - одређује се повратном повезаношћу операција за снабдевање, производњу и пласман. Просечно трајање овог циклуса зависи од врсте делатности предузећа, организације те делатности, односа који организује и одржава предузеће са испоручиоцима, брокерима, дилерима и клијентима, приликом пласмана робе.
- Новчани циклус - карактеришу операције које су повезане са управљањем слободним новчаним средствима предузећа (операције које су повезане са покривањем краткорочних финансијских потреба предузећа у случају недостатка расположивих средстава путем коришћења кредита).

Подела на наведене циклусе није прецизна у високом проценту, због тога што је у предузећима са дугим производним циклусом тешко одвојити текуће од инвестиционих операција, а појам циклуса, који се схвата као узастопност операција које се обнављају са одређеном периодичношћу, одговара опису производних операција.

2. Појам финансијског предузећа

Само предузеће се може посматрати као одређени финансијски систем. Финансијска средства су неопходна за оснивање предузећа, његово текуће пословање, као и за развој.

Да би се предузеће могло основати потребан је почетни-иницијални капитал, без кога се не могу обезбедити неопходни фактори производње - радна снага, средства за рад и предмети рада.

Већина пословних одлука предузећа имају финансијске последице на биланс стања и биланс успеха предузећа (нпр. ако предузеће одлучи да купи акције, у билансу стања се смањује новац, а повећава имовина).

Све фазе пословног процеса предузећа (производња, продаја, набавка, финансирање), можемо посматрати са финансијског аспекта. Сви облици имовине предузећа представљају новчани потенцијал, пошто се она продајом може претворити у новац.

Целокупна имовина, извори финансирања, (приходи и расходи - финансијски резултат), и новчани токови предузећа исказују се и прате новчано. Везано за ово, можемо закључити да предузеће представља финансијски систем³, чији крвоток чине новчани и робни токови, (робни токови представљају новчане токове који су трансформисани у неновчане) (слика 1).

Слика 1: Финансијски систем



Извор: Хаџић, 2009⁴.

³ Levin, R., Zevros, S, (1998). Stock markets, banks and economic growth, American economic Review 88, 357-558.

⁴ Хаџић, М. (2009). Банкарство. Београд: Универзитет сингидунум.

Цена робе утиче на обим финансијских извора и финансијске токове у предузећу (што је виша цена, то је мања тражња). Међутим, код овог правила постоје изузеци, као што је Гифенов ефекат (при повећању цена најнеопходније робе, потражња за њом може да расте), и тврдња да, тражња може да опада са снижењем цене робе код специфичне тражње.

Цена је основни економски инструмент, захваљујући коме вредност производње добија новчани израз и постаје предмет расподеле. На основу цена долази до материјализације финансијских односа, који су до тада постојали у виду планова.

Цена одређује конкретан обим новчаних средстава која требају предузећу. Она је један од основних фактора који утичу на даљи процес расподеле. У оквиру цене одређују се пропорције будуће расподеле у складу са утицајем фактора производње.

Исто тако, цена утиче на дужину трајања обрта капитала и кредитни ризик, који са своје стране дефинишу параметре ефикасности финансијског менаџмента. Тај утицај се огледа кроз:

- могућност убрзавања или успоравања периода обрта капитала при одређивању цене одређеног нивоа,
- узимање на себе ризик од кварења или губитка робе, приликом њеног кретања токовима пласмана од произвођача (или емитента), до потрошача (или инвеститора).

2.1. Главни финансијски циљ предузећа

Главни циљеви финансијског менаџмента се налазе изван система финансирања у предузећу. Њихова специфичност се састоји у самом њиховом формулисању.

Основни циљ финансијског менаџмента на нивоу државе је учвршћивање система социјалних односа, који постоје у њој.

Приликом доношења финансијских одлука неопходно је да се:

- смањи вероватноћа доношења погрешних одлука,

- смање трошкови за њихову реализацију,
- смањи ризик код реализације одлука.

Постоји велики број финансијских циљева предузећа⁵, а најважнији је **максимализација профита** (акционари желе да себи обезбеде максималну економску корист кроз пословање предузећа). У акционарском друштву тај циљ се постиже стварањем вредности, а та вредност се исказује тржишном вредношћу акција предузећа која је резултат три кључне одлуке:

- одлука о инвестирању - улагање у материјалну, финансијску или другу имовину утиче на структуру имовине у активи, ризик и сигурност улагања (кад су улагања сигурна, нискоризична и рентабилна реализација такве одлуке доводи до повећања тржишне вредности акција), те се приликом анализе дугорочних и краткорочних одлука инвестиционог карактера врши анализа:
 1. оптималне трансформације финансијских ресурса у друге видове ресурса,
 2. сврсисходности и ефикасности улагања у фондове.
 3. оптимизације обртних средстава,
 4. ефикасности финансијског положаја.
- одлука о финансирању - којом се дефинише финансијска структура предузећа (одређује се начин прибављања средстава за покриће свих обавеза предузећа, а та средстава се обезбеђују из сопствених или туђих извора)
- одлука о дивиденди и задржаном добитку – доводи до повећања или смањења тржишне вредности акција и вредности предузећа (исплата већих дивиденди повећава тражњу за акцијама, што делује на повећање тржишне вредности акција, те одлука о задржавању добитка представља врсту одлуке о финансирању, јер задржани добитак повећава трајни капитал).

Пошто су ове три одлуке међузависне, треба тежити њиховој

⁵ Вемић, Ј. (2008). Наука о финансијском менаџменту. Нови Сад: Секон books.

оптималној комбинацији у односу на главни циљ – максимализацију профита.

Веома често се, као начин максимализације профита заговара максимализација зараде по акцији, иако ово не може да буде одговарајући циљ, из разлога што он не одређује рок и дужину очекиваних приноса. Такође, овај циљ садржи у себи и велики проценат ризика.

Сваки инвестициони пројекат има свој ниво ризика, што значи да су једни ризичнији од других (финансијски ризик утиче и на укупан ризик инвеститора), а при томе се не води рачуна о утицају политике дивиденди на тржишну цену акција.

Када би максимализација зараде по акцији била једини циљ, предузеће не би исплаћивало дивиденду, јер се задржавањем добитка и његовим даљим инвестирањем по некој позитивној стопи приноса, повећава зарада по акцији.

Узевши у обзир све претходно наведено, можемо закључити да циљ максимализације зараде по акцији не мора бити исти као и циљ максимализације тржишне цене акција, јер тржишна цена акција представља процену вредности предузећа од стране свих учесника на финансијском тржишту.

2.2. Споредни финансијски циљеви предузећа

Поред главног финансијског циља предузећа, постоје и споредни финансијски циљеви, а неки од њих су:

Максимализација нето добитка у дугом року – Нето добитак је део бруто добитка (умањен за камате и порезе), који остаје предузећу на располагање, и он се у акционарском друштву дели на:

1. дивидендни добитак, из кога се врши исплата дивиденди,
2. задржани добитак, који повећава трајни капитал предузећа и користи се за финансирање развоја, покривање губитака, исплату дивиденди у случају недостатка нето добитка,

3. резерве, за покриће пословног и финансијског ризика. Ипак, максимализација укупног добитка предузећа није најбољи показатељ доброг финансијског управљања. Акционарско друштво може повећати укупан добитак улажући га у обвезнице или друге хартије од вредности, а да акционари од тога немају финансијске користи, бар не у садашњем периоду.

Јачање финансијске снаге, коју чине две компоненте:

- Квантитативна, која представља обим и вредност имовине и која подразумева:
 - ❖ усклађеност основних средстава са пословним задатком,
 - ❖ усклађеност основних средстава са обртним средствима, што значи да ако основна средства нису усклађена са пословним задатком последица може бити недовољно коришћење капацитета. Пошто обртна средства треба да се користе за опслуживање основних средстава и то у минималној вредности и количини, која ће створити најмање трошкова, мора се стварати оптимални обим основних и обртних средстава.
При томе се, у оквиру квантитета финансијске снаге мора тежити:
 1. усклађености краткорочног и дугорочног финансирања,
 2. усклађености сопственог и туђег капитала,
 3. очувању финансијске равнотеже.
- Квалитативна, коју представља:
 - ❖ трајна способност плаћања обавеза у року (солвентност),
 - ❖ трајна способност краткорочног финансирања текућег пословања и дугорочног финансијског развоја,
 - ❖ трајна способност улагања у материјалну, финансијску и другу имовину, очување имовине власника, повећање имовине власника, остварењем нето добитка и задржавањем добитка,

- ❖ трајна способност задовољења финансијских потреба радника, менаџера и државе.

Квалитет финансијске снаге одређује могућност пословања, због чега он има примаран значај, у односу на квантитет. Квалитет финансијске снаге подразумева способност плаћања, финансирања, инвестирања, и без њега нема могућности за оптимално пословање и преживљавање предузећа.

3. Појам и предмет финансијског менаџмента

Финансијски менаџмент се посматра у виду научне дисциплине и функције једног предузећа.

Као научна дисциплина, финансијски менаџмент се, током прошлог века, развија из науке о финансијама. Развој институција финансијских тржишта, усавршавање финансијских инструмената и унапређење финансијске праксе, повећали су интересовање науке за успешност предузећа, што је изазвало појаву великог броја научних радова из ове области. Финансијски менаџмент се уско повезује са рачуноводством и економијом.

Као функција у предузећу, финансијски менаџмент обухвата све оне активности предузећа, које се односе на стицање, финансирање и управљање имовином. Најважнији задатак финансијског менаџмента, као функције у предузећу, је да обезбеди стабилне изворе финансирања.

Управљање финансијама предузећа се спроводи кроз управљања новцем предузећа, а управљање финансијском делатношћу предузећа, остварује кроз познавање економије, права, информатике, књиговодства, математичких и статистичких метода, итд. Може се рећи да финансијски менаџмент обухвата планирање, организацију, мотивацију и контролу.

Дефинисање појма финансијског менаџмента, повезује се са одређивањем финансијских односа (процес репродукције у целини). Можемо закључити, да је финансијски менаџмент, у ширем смислу,

саставни елемент финансијске политике предузећа, која обухвата делатност усмерену на постизање дефинисаних циљева, уз коришћење одређених инструмената.

Финансијски менаџмент има значајно место у систему менаџмента, из разлога, што постоје тесне везе између финансија и управљања, технологије, ресурса и кадрова. С друге стране, проблеми финансијског менаџмента могу довести до проблема и последица у области управљања технологијом, ресурсима и кадровима.

Предмет интересовања финансијског менаџмента су у почетном периоду развоја били проблеми финансирања (прибављање капитала из различитих извора), односно проблеми правних и финансијских односа предузећа и финансијских институција, које му обезбеђују капитал, као и финансијски инструменти којима се капитал прибавља.

Традиционални приступ финансијском менаџменту, имао је задатак у прибављању капитала, док савремени приступ разматра његову употребу.

3.1. Организација финансијског менаџмента

У малим и средњим предузећима текућу финансијску делатност, на основу спајања функција, остварују заједнички сектори књиговодства, информатике и контроле. У великим предузећима финансијска делатност расподељена је доста јасно између финансијске службе, информатичке службе и контролне службе.

Дефинисање организационе структуре финансијског менаџмента зависи од великог броја фактора, а то су⁶:

- организационо-правна форма предузећа,
- тржиште на коме ради предузеће,
- величина организације,
- сфера делатности,

⁶ Кулић, М. (2004). Финансијски менаџмент. Београд: Универзитет Мегатренд.

- технологија која се користи,
- тип менаџмента којим располаже предузеће,
- информациони процеси унутар и ван организације,
- прогнозирано или планирано време добијања коначног резултата,
- динамичке карактеристике предузећа, које одређују дозвољено време за доношење и реализацију одлука,
- организациона култура.

Сви ови фактори различито утичу на финансијску организациону структуру и садржај делатности финансијског менаџмента, која може бити структурисана на следећи начин:

- општа финансијска анализа и планирање,
- обезбеђивање предузећа финансијским ресурсима,
- расподела финансијских ресурса.

Између појединих учесника у акционарском друштву постоје заједнички, али и супротни интереси. Интерес акционара је да увећају своју имовину, док су радници заинтересовани за боље плате и боље услове рада. Такође, држава има одговорајући интерес⁷ да наплати веће порезе и друга давања.

Сви ови интереси и циљеви су често међусобно супротстављени и искључиви (већим задржавањем добитка врши се исплата мањих дивиденди, а веће плате радника смањују добитак и зараду по акцији).

Одвојеност власништа од контроле, може довести до сукоба између власника и менаџера, јер се циљеви менаџера могу разликовати од циљева које имају акционари у друштву. У таквој ситуацији менаџмент мора деловати у сопственом, а не у интересу акционара.

⁷ Ђукић, П. (2013). Тржиште, држава и криза – пре и после великих турбуленција. Економске идеје и пракса 9(10), 107-129.

Менаџере можемо замислити, и као агенте акционара. Међутим, треба имати на уму да ће менаџери доносити оптималне одлуке само ако су мотивисани, и ако их акционари на погодан начин контролишу. Мотивација укључује висину зараде, могућност за добијање акција и друге привилегије. Надзор се спроводи ревизијом финансијских извештаја, ограничавањем менаџерских одлука и систематском контролом менаџмента.

3.2. Класификација одлука финансијског менаџмента

Финансијски менаџмент доноси различите врсте одлука за решавање различитих проблема, на које утиче велики број спољних чинилаца (конкуренција међу предузећима, технолошке промене, инфлација, промена каматних стопа, промена пореског система). Управо из тих разлога, он мора да буде флексибилан, како би се прилагодио променама. Полазећи од предвиђања ефикасности, разликујемо:

- **Обичне варијанте система** - то су оне варијанте код којих ефикасност трошења ресурса по јединици добијеног ефекта одговара нормама и нормативима прихваћеним за одговарајућу привредну грану. Међу њима се могу издвојити следећи типови варијанти система:
 1. неефикасна (не омогућава да се проблем реши),
 2. рационална (омогућава решавање проблема),
 3. оптимална (омогућава да се проблем реши на најбољи начин).
- **Синергијске варијанте система** - то су оне варијанте чијим прихватањем ефикасност нагло расте. Може се рећи да се синергијска решавања јављају код израде нових интензивних технологија или комплексних елемената система, или операција. У финансијском менаџменту синергијски ефекат управног одлучивања назива се ефекат полуге.
- **Асинергијске варијанте система** - то су оне варијанте које доводе до непропорционалног смањења ефикасности система и

операција, а најчешћи узроци тих одлука су: кашњење у извршавању одлука, непостојање потребних ресурса и одсуство организације и мотивације.

На доношење одлуке о инвестирању утиче велики број фактора, као што су: облик инвестирања, вредност инвестиционог пројекта, ограниченост финансијских ресурса, ризик доношења одлука.

Чиниоци који проузрокују неопходност економских инвестиција су обнављање материјално-техничке базе, пораст обима производне делатности и освајање нових видова делатности.

Постоје две врсте оптимализације расподеле инвестиција:

- **Просторна** оптимализација расподеле инвестиција, је она оптимализација, код које је укупан износ финансијских ресурса за конкретни период ограничен.
- **Временска** оптимализација расподеле инвестиција, је она оптимализација, код које је укупан износ финансијских ресурса, који је доступан за финансирање у планираној години, ограничен.

Постоји и портфељна теорија финансирања инвестиција, у оквиру које се уз помоћ статистичких метода остварује најповољнија расподела ризика портфеља хартија од вредности и процена добити.

У већини предузећа постоји пракса диференцијације права доношења одлука инвестиционог карактера. Ограничава се максимални обим инвестиција, у оквиру кога поједини руководиоци, могу самостално да доносе одлуке.

Један од критеријума при избору инвестиционих пројеката је фактор ризика.

Одлуке финансијског менаџмента обухватају следеће операције:

- откривање финансијског проблема,
- прикупљање информација о сваком од субјеката који се налазе у финансијским односима,
- приказивање и анализа информација,

- одређивање циљева финансијског управљања при решавању проблема,
- декомпозиција тог циља на циљ финансијског менаџмента сваког од субјеката који се налазе у финансијским односима,
- разрада критеријума оцене ефикасности финансијског менаџмента и сваког од субјеката који се налазе у финансијским односима,
- анализа могућих управљачких утицаја у односу на подсистем који представља извор финансијског проблема
- прогнозирање последица финансијског утицаја на промену ситуације,
- верификација и оцена варијанти одлука,
- доношење, саопштавање извршиоцима, извршење и контрола извршења одлука.

4. Управљање финансијским средствима предузећа

Управљање финансијским средствима предузећа подразумева⁸:

- **Финансијску анализу и планирање**, који представљају анализирање и планирање финансијских потенцијала предузећа. Они садрже: анализу и оцену резултата и финансијског стања предузећа, припрему планова инвестирања или планова нових капиталних улагања, и утврђивање потребних ресурса за финансирање инвестиција.
- **Инвестирање**, које представља утврђивање потребног обима финансијских средстава и њихово прибављање према одговарајућој структури.

⁸ Јанковић, Ј. (2004). Управљање финансијама предузећа. Београд: Економски факултет.

- **Финансирање**, које обухвата одређивање и коришћење најоптималнијег начина за финансирање планираних инвестиција.

Одлуке о финансирању, и одлуке о инвестирању, могу бити:

- краткорочне (до годину дана, и односе се на обртна средства и текуће обавезе предузећа) и
- дугорочне (преко годину дана, и односе се на основна средства и ангажовани капитал, који подразумева акционарски капитал и дугорочне кредите).

Код управљања финансијама, најважнији циљ представља максимализација вредности капитала. Одлуке о инвестирању и финансирању доносе се ради остварења других циљева пословања (максимализација прихода, максимализација добитка, повећање учешћа на тржишту, остварење одређене стопе приноса на уложени капитал).

4.1. Финансијско управљање обртним средствима

За само организовање процеса репродукције у једном предузећу, неопходно је ангажовање новца. Капитал власника, дуг трећим лицима и зарада из пословања, чине укупна средства за финансирање пословања. Ови извори служе за прибављање потребних основних (сталних) и обртних (текућих) средстава. Док у основна средства спадају: земљиште, грађевински објекти, машине и опрема, купљени патенти, дугорочна потраживања, у обртна средства спадају она средства која се обрћу у краћим роковима и која се често претварају из једног облика у други.

Средства су та која се потроше кроз процес производње, или су набављена ради продаје (сви облици новца, краткорочне хартије од вредности, сва имовина која се у току године претвори у новац, све залихе материјала, робе, резервних делова и ситног инвентара, као и активна временска разграничења, на којима се евидентирају преплаћени расходи и нефактурисани приходи).

Обртна средства се често називају и бруто обртним средствима. Када се бруто обртна средства умање за краткорочне обавезе, добијају се нето обртна средства. Управљање обртним средствима претпоставља да се са што мањим улагањима у укупна обртна средства оствари што већи обим пословне активности. Оно представља стално одмеравање и усклађивање рентабилности и ризика који су непосредно условљени обимом нето обртних средстава.

Предузеће има задатак, да утврди оптималан обим нето обртних средстава. Постоји одређена међузависност обртних средстава и краткорочних обавеза, која одређује ниво нето обртних средстава којима предузеће треба да располаже у сваком моменту.

Нето обртна средства представљају разлику између укупних обртних средстава и краткорочних обавеза, па представљају битан индикатор ликвидности предузећа, с обзиром да повећање нето обртних средстава даје могућност предузећу да уредније плаћа краткорочне обавезе. Нето обртна средства се могу још дефинисати, и као разлика између укупних дугорочних извора финансирања (сопствених и позајмљених), и дугорочних улагања у фиксна средства, која су исказана по њиховим садашњим вредностима.

4.2. Управљање новцем

Управљање новчаним средствима или готовином, указује на неопходност сталног балансирања између два основна критеријума привређивања: солвентности и рентабилности. Балансирање се своди на захтев за успостављањем и одржавањем оптималног салда готовине у сваком тренутку.

Вишак готовине, изнад неопходних потреба, утиче на смањење рентабилности, док мањак готовине, у односу на неопходне потребе, директно угрожава солвентност предузећа.

Кретање готовине кроз пословање предузећа, може се изразити и мерити помоћу просечног временског трајања једног обрта, који се назива готовинским циклусом, односно коефицијентом обрта готовине.

Овај коефицијент показује колико се готовинских циклуса обави у току једне пословне године.

Готовински циклус представља број дана у години која протекне од тренутка издавања готовине за набавку сировина и материјала, до момента примања готовине на име наплате прихода од продаје готових производа, који су израђени од поменутих сировина и материјала. Коефицијент обрта готовине, добија се, када се број дана у години подели са просечним трајањем једног обрта.

Када се одређује минимално потребан салдо готовине, треба имати у виду трошкове који настају у вези са готовином, а то су трошкови:

- држања готовине (опортунитетни трошкови који одговарају изгубљеном приносу који се могао остварити да је расположива готовина била уложена),
- недостатка готовине (последича су тренутних каса-сконта или других прилива, да се сировине и материјал набаве под повољним ценама),
- трансакција са готовином (административни и манипулативни трошкови и провизије, које настају при набављању готовине, и њеном трансферу у хартије од вредности и депозите).

Предузеће треба да има оптимални салдо готовине, односно салдо који минимизира укупне трошкове готовине. Дефинисање овог салда представља велики проблем, пошто је тешко предвидети будуће токове готовине.

У теорији и пракси се користе разне методе и модели, који су недовољно поуздани. Најчешће се користи, тзв. финансијски метод, који се заснива на информацијама текуће финансијске анализе и планирања. Он полази од чињенице да минимални салдо готовине треба да буде једнак просечном годишњем салду, који је неопходан за обављање редовних активности предузећа.

$$\text{Просечни салдо готовине} = \frac{\text{Укупни годишњи издаци готовине}}{\text{Коефицијент обрта готовине}}$$

Задатак предузећа је да смањи салдо и укупне трошкове готовине, што се постиже применом одговарајуће стратегије управљања готовином, у којој се полази од захтева:

- да се пролонгирају исплате краткорочних обавеза,
- да се повећа ефикасност коришћења залиха,
- да се скрати период наплате потраживања од купаца.

При управљању готовином треба тежити, да се што више готовине ослободи за рентабилна улагања, али да се тиме не угрози солвентност предузећа. Привремено слободну готовину треба улагати у депозите и краткорочне хартије од вредности, чиме се остварује извесни принос. Продајом краткорочних хартија од вредности предузеће може брзо доћи до готовине, а такође, готовина се може прибављати и емисијом и продајом сопствених хартија од вредности.

Задатак финансијског менаџмента је да благовремено утврди износе безготовинских наплата, које стижу на жиро рачун предузећа, а са жиро рачуна уплатиоца, као и одливе новца, и обезбеди оптималну ликвидност и солвентност. Новац се обично држи у једној или више банака. Чековима се врше безготовинска плаћања, док се готовином врше само мања плаћања.

Готовину представљају папирни и ковани новац. Плаћање готовином се врши само онда, када се не може извршити безготовински. Готовина се чува у благајни, о њој се води посебна евиденција.

Централна банка утврђује параметре, на основу којих се одређује величина благајничког максимума, као и како се он може користити (утврђује услове и начин плаћања готовим новцем).

Приходованим новцем се не могу вршити плаћања, већ се сва приходована готовина мора прво уплатити на жиро рачун предузећа. Готовина за дозвољена плаћања се подиже са жиро рачуна, а све исплате су посебно документоване.

Новац који се наплати од продаје, једним делом се користи за плаћање утрошака који су настали у набавци, производњи и продаји. Ако је продајна цена већа од цене коштања, предузећу на располагању остаје

онај део новца који чини амортизацију⁹ и профит (стални ток редовног пословног прилива новца).

Прилив новца служи за плаћање набавки и утрошака, чиме се обезбеђује континуитет пословања. Прилив се може увећавати узимањем кредита, повећањем капитала или умањивањем обртних средстава. Одливањем новца се може финансирати повећање обртних средстава, враћање дуга, улагање у основна средства, исплата дивиденди. Усклађивањем прилива и одлива средстава одржава се солвентност предузећа.

Прилив новца се може подстицати и убрзавати, а његов одлив успоравати. При подстицању прилива стварају се одређени трошкови, као што је одобравање рабата, каса сконта и других погодности које се дају за раније плаћање (умањују се приходи, али се побољшава ликвидност), док се успоравање одлива новца може постићи признавањем повериоцима већих камата, пружањем обезбеђења плаћања и другим повластицама (због повећаних трошкова умањује се пословни резултат).

Емисијом хартија од вредности предузећа прибављају новац, а њихови купци пласирају новац. Новац који се пласира у хартије од вредности доноси одређени принос. Портфолио прибављених и поседованих хартија од вредности чини део обртних средстава.

4.3. Управљање залихама

Залихе представљају велики део укупних пословних средстава предузећа, те из тог разлога, захтевају велика новчана улагања. Оптималним, може се сматрати само онај ниво залиха који ствара најниже укупне трошкове њиховог пословања.

Трошкови управљања залихама могу се поделити на:

- **Трошкове прибављања залиха** – настају заменом утрошених залиха сировина и материјала, за потребе производње, као и

⁹ Амортизација представља трошкове основних средстава (материјалне имовине, некретнина, постројења и опреме).

заменом сопствених залиха готових производа, за потребе продаје:

1. трошкови испостављања поруџбине укључујући и трошкове припреме производње,
 2. трошкови пријема, истовара, контроле и смештаја залиха,
 3. трошкови комисионих попушта.
- **Трошкове држања залиха** – представљају трошкове који су проузроковани постојањем и држањем залиха у предузећу:
 1. трошкови везивања капитала,
 2. трошкови ускадиштења,
 3. трошкови осигурања,
 4. порез на имовину,
 5. трошкови амортизације.
 - **Трошкове недостатка залиха** – настају када се појави недостатак залиха сировина и материјала неопходних за процес производње, као и када се појави недостатак залиха готових производа, да би се задовољиле поруџбине од купаца:
 1. пропуштени приходи од продаје,
 2. губитак репутације,
 3. губици због неизвршавања планова производње.

Постоје две основне врсте одлука о залихама:

1. односи се на проблем, колико треба прибавити залиха у једној поруџбини, или серији.
2. у којим интервалима прибављање треба да се изврши. Уколико су трошкови по једној поруџбини сразмерно већи, утолико прибављање залиха треба да се обавља у већим количинама. Одлука о томе, у којим интервалима треба да се обави прибављање залиха, зависи од балансирања трошкова држања залиха, са трошковима који би настали због недостатка залиха.

5. Финансијско прогнозирање и планирање

Финансијско прогнозирање, с једне стране, представља део опште системске прогнозе, а са друге стране, њен резултат. Ефикасност финансијског менаџмента повезана је са прогнозирањем и планирањем.

Зато је неопходно подсетити да процес менаџмента обухвата четири узајамно повезане функције: планирање, организацију, мотивацију и контролу. Улога прогнозирања и планирања у менаџменту, нераскидиво је повезана са улогом доношења одлука.

Узајамна веза одлучивања и прогнозирања, објашњава се тиме што је до обезбеђивања и до доношења одлука, неопходно: добити информације, обрадити информације, извршити анализу информација, као и приказати информације у прикладној форми.

$$C_u = V_i + V_d + V_s$$

Где је: C_u - Циклус управне одлуке

V_i - Временски интервал од тренутка добијања информација до доношења одлуке

V_d - Процес доношења одлуке

V_s - Период времена за саопштење и извршење одлуке.

Свака управна одлука по својој природи је прогностичка. Прогнозирање и предвиђање чине фундаменталну основу предузетничке и менаџерске делатности.

Циклус менаџмента обухвата: схватање проблема, одређивање циља прогнозе (плана), одређивање критеријума оцене прогнозе, прогнозирање и (или) планирање, доношење одлуке, расподелу ресурса, мотивацију учесника процеса, практичну реализацију прогнозе, контролу и оцену резултата.

Примена прогнозирања и планирања подразумева:

- правилан избор метода прогнозирања, или планирања, у складу

са циљевима прогнозе или задацима плана, обимом и карактером информација којима се располаже,

- коришћење научно образложивих правила расхода ресурса,
- верификацију резултата прогнозе (провера истинитости или провера адекватности прогностичког модела смањује вероватноћу грешке и штету у вези са њом у практичној реализацији).

Финансијско прогнозирање је релативно самостални вид прогнозирања. То је испитивање могућег стања и могућих путева постизања тог стања финансија у будућности, са проценом вероватноће њиховог остварења. Оно има пред плански информативни карактер, а претходи му прогноза стања опште економских показатеља предузећа.

Финансијско прогнозирање је усмерено на то, да се одреди могући обим финансијских ресурса у периоду за који се врши прогнозирање, као и да се одреде извори финансирања и правци њиховог коришћења на основу анализе тенденција развоја, и могућности појаве нових фактора развоја објекта прогнозирања.

У финансијском прогнозирању примењују се економски модели са одређеном вероватноћом и статистичком веродостојношћу, који описују динамику показатеља, у зависности од промене фактора који утичу на финансијске процесе. Код финансијског прогнозирања користи се и модел постављања прогностичког сценарија. То је метод код кога се утврђује логички редослед догађаја, са циљем да се покаже како може, полазећи од постојећих ситуација корак по корак, да се развија будуће стање предузећа.

Сценарио се обично развија у јасно израженим временским координатама, и има системски карактер. Представља један од основних метода прогнозе код структурне реорганизације, и зависи од интелектуалних способности, нивоа знања, обавештености, и других квалитета стручњака који се баве проблемом.

За време разраде управне одлуке у финансијском менаџменту, треба урадити прогнозу њене остварљивости, која се може одређивати:

- оправданошћу финансијских ресурса,
- постојањем потребних организационих структура,
- довољном мотивацијом и стимулацијом извршилаца,
- способношћи да се не изазивају конфликти високог интензитета.

Све ове мере наилазе на различите реакције. У случају појаве конфликта високог интензитета, заједничко функционисање у конфликту је неефикасно, чиме се повећавају ризици.

Основни циљеви развоја финансијског програма су:

- прецизирање начина њиховог постизања,
- прецизирање извора, токова и рокова пристизања финансијских ресурса,
- прецизирање конкретне потрошње ресурса према циљевима и добијеним резултатима,
- повећање ефикасности потрошње финансијских ресурса и обезбеђивање контроле извршавања програма.

Финансијско планирање представља облик исказивања разних врста планова у финансијским показатељима. Сви ти планови се односе на функције набавке, производње, продаје и развојну функцију. Финансијско планирање је конкретизација финансијске политике кроз финансијске планове, којима се циљ финансијске политике (финансијска снага у вредносном изразу), ставља у време и простор.

Финансијско планирање можемо поделити у две етапе:

- планирање извора финансијских ресурса и њихових токова и
- сопствено финансијско планирање.

Финансијски план је одређено решење у односу на, избор различитих финансијских извора и инструмената, расподелу финансијских ресурса, обавезна плаћања, као и рокове реализације посебних финансијских мера за обезбеђивање постизања постављених циљева.

Финансијски план има корективни карактер и базира се на конкретним нормама.

Према периоду за који се врши планирање, разликују се: **дугорочно** (перспективно), **средњерочно** и **краткорочно** (текуће) планирање.

Дугорочни финансијски план доноси се за период од пет и више година, средњерочни финансијски план за период до пет година, и краткорочни финансијски план, за период од годину дана.

Издавање финансијског планирања као посебног вида планирања условљено је:

- самосталношћу кретања новчаних средстава у односу на материјално-физичке елементе производње и
- активним утицајем расподеле изражене у новцу на друштвену репродукцију.

Финансијско планирање обухвата:

1. План биланса успеха,
2. План биланса стања,
3. План новчаних токова,
4. План дугорочних улагања (изражава обим, структуру, време трајања улагања и структуру извора финансирања).

Финансијско планирање има задатак да изради и презентира органима управљања свеобухватни и координисан план активности предузећа и његових потреба за пословним средствима и изворима финансирања за одређени период времена, који је изражен у новчаној форми.

Финансијски план се односи на предузеће као целину, а не на његове организационе делове. Финансијски план за предузеће као целину, не би требало да буде прост механички збир појединачних планова организационих делова предузећа.

Монетарне показатеље укупне пословне активности предузећа представљају приходи, расходи и финансијски резултат, који се презентирају периодичним билансом успеха.

Планом биланса успеха планира се нето добитак, чиме се дефинише рентабилност у пословању предузећа, као и чиниоци очувања и увећања имовине предузећа и одржавања његове солвентности. У оквиру овог плана утврђују се ризици и испитује могућност њиховог смањења. План биланса успеха показује очекивани износ и структуру финансијског резултата за одређени период. Овај план се аналитички рашчлањава по месецима, и тромесечно, односно, по врстама производа, продајним територијама, купцима, итд.

Плански биланс стања изражава могућност одражавања солвентности и финансирања у краћим и дужим раздобљима у току планског периода, а тиме и за читав плански период. План биланса стања треба да покаже очекивано финансијско стање предузећа крајем планске године, као и на крају месеца, односно тромесечја у току одређене године.

Готовина је витална снага предузећа, јер има континуалан ток, који је неопходан предуслов за заштиту солвентности и максимизирање рентабилности. Када предузеће оптимално не усклађује новчана примања и новчана давања из текућег пословања, оно одржава салдо готовине, која представља залиху новца којим обезбеђује континуитет њеног издавања, у вези са обављањем своје финансијске активности.

Постоји више инструмената контроле токова готовине (примања и издавања новца), као на пример извештаји о токовима готовине и планови будућих потреба за готовином.

Постоје два метода планирања готовине: билансни и динамички методи планирања.

Билансни методи подразумевају познавање информација, које се односе на: финансијско стање предузећа на почетку планског периода, планирани обим пословне активности са очекиваном структуром биланса успеха у истом периоду и нормативном расподелом планираног резултата, релативну ликвидност обртних средстава и доспелост краткорочних обавеза, текућу реализацију планова капиталних улагања, начин финансирања додатних улагања и отплате доспелих дугова.

Све ово треба да омогући пројекцију очекиваног биланса стања и биланса успеха, као и салда готовине на крају планског периода.

У оквиру динамичких метода разликују се: метод пројектованог биланса (заснива се на упоређивању почетног и пројектованог биланса стања на крају планског периода), и метод коригованог биланса успеха (обухвата превођење планираних прихода, расхода и нето добитка, који се садрже у билансу успеха, на очекивана примања, издавања, и нето новчани ток из пословања). Овако добијени интерни нето готовински ток допуњава се осталим примањима и издавањима новца, која нису садржана у билансу успеха. Све готовинске трансакције нису обухваћене билансом успеха.

6. Финансијска анализа

6.1. Појам и етапе финансијске анализе

Финансијска анализа се бави анализом финансијског стања предузећа и могућностима, која је од значаја уколико ј е потребно извршити одређене промене, у складу са жељама и захтевима. Велики део анализе врши се стављањем у однос одеђених вредности из биланса стања и биланса успеха.

Финансијском анализом се стављају у однос расположиви подаци и информације, у смислу проширивања знања о значајним факторима, а све у циљу утврђивања вероватних грешака, и деловања у правцу њиховог померања у жељеном правцу.

Финансијска анализа се бави истраживањем и квантификовањем функционалних односа, који се успостављају између билансних позиција стања и успеха, са циљем да се омогући веродостојна оцена финансијског положаја и активности предузећа. За обављање сложених финансијских анализа користе се сложеније математичке методе.

Финансијска анализа подразумева сакупљање и коришћење информација финансијског карактера, са следећим циљем:

- да се оцени текуће финансијско стање предузећа,

- да се оцени могући и сврсисходни темпо развоја предузећа са позиције његовог финансијског обезбеђења,
- да се прогнозира перспективно финансијско стање предузећа,
- откривања доступних извора средстава и оцена могућности и сврсисходности њихове мобилизације,
- прогнозе положаја предузећа на тржишту капитала.

Постоје две етапе анализе финансијског стања:

- Експрес анализа финансијског стања,
- Детаљна анализа финансијског стања.

Експрес анализа финансијског стања, се врши кроз три етапе:

1. припремну етапу,
2. претходни преглед књиговодственог обрачуна и
3. економски реферат и анализу обрачуна.

Циљ припремне етапе је да се донесе одлука о сврсисходности анализе финансијског извештаја и она почиње упознавањем са ревизорским закључком.

Разликују се стандардни и нестандардни ревизорски закључак. Стандардни ревизорски закључак представља припремљен, унифициран и кратак документ, који садржи позитивну оцену ревизора или ревизорске фирме о веродостојности појединих информација у извештају, и њихове подударности са важећим нормативним документима. Нестандардни ревизорски закључак обично је обимнији од стандардног, и по правилу садржи неке допунске информације које могу послужити корисницима обрачуна.

Друга етапа анализе је преглед књиговодствених обрачуна, а њен циљ је да се оцене услови рада у обрачунском периоду, и да се одреде тенденције основних показатеља делатности, као и квалитативне промене у имовинском, и финансијском положају предузећа.

Трећа етапа експрес анализе је економски реферат и анализа обрачуна, а њен циљ је општа оцена резултата привредне активности, и

финансијског стања предузећа.

Детаљна анализа финансијског стања, у односу на експресну анализу, врши се са већим степеном детаљизације, у интересу различитих корисника.

6.2. Задаци финансијске анализе

Финансијско стање предузећа може се оцењивати са гледишта дугорочне и краткорочне перспективе, у којој се полази од ликвидности и солвентности предузећа. Под ликвидношћу неке активе подразумева се њена способност да се трансформише у новчана средства.

Степен ликвидности одређује се трајањем временског периода, у току којег та трансформација може да буде остварена по ценама које су приближне просечним тржишним. Солвентност подразумева способност да се благовремено, и у пуном обиму изврше доспеле обавезе.

Основни задатак финансијске анализе је:

- оцена активе предузећа и извора његовог финансирања,
- оцена величине и састава ресурса потребних за одржавање постигнутог економског потенцијала предузећа, и проширивање његове делатности,
- оцена извора допунског финансирања,
- анализа система контроле стања и ефикасности коришћења финансијских ресурса,
- проучавање форме финансирања,
- испитивање ризика који настаје са датим изворима средстава.

У финансијској анализи разликују се показатељи:

- **економског ефекта** (апсолутни показатељ који карактерише резултат делатности), и

- **економске ефикасности** (релативни показатељ који упоређује добијени ефекат са трошковима, или ресурсима који су коришћени за постизање тог ефекта).

Предузеће редовно врши анализу свог финансијског резултата. Финансијски резултат је разлика између финансијских прихода и расхода, и показује утицај финансијских одлука на чист резултат предузећа. Између жељеног и стварног стања може да наступи несклад. Критични несклад представља финансијски проблем, чији узроци могу бити: финансије и финансијски менаџмент, као и проблеми системског карактера (технологија, средства производње, управљање персоналом, одсуство контроле).

Финансијској анализи треба да претходи опште системска анализа, у којој се може користити метод морфолошке анализе, који је остварљив при присуству малог обима информација о проблему који се проучава. При коришћењу морфолошког поступка сви субјекти се деле на групе, од којих се свака подвргава детаљном проучавању, а повезан са структурним узајамним везама међу објектима, појавама и концепцијама.

Основу информацијског обезбеђивања система финансијске анализе, чини било која информација финансијског карактера:

- књиговодствени обрачун,
- извештаји финансијских органа,
- информације институција банкарског система,
- информације са берзи,
- допунске информације (аналитички рачуни, планови, рекламације, документација прихода и расхода).

Анализа информација може се вршити у циљу:

- контроле и дијагностике стања,
- прогнозирања развоја предузећа, при чему код прогнозирања треба остварити дијагностику стања установивши узрок проблема.

7. Финансијска контрола

Финансијска контрола представља скуп мера и активности за проверу пословања предузећа у финансијском смислу, уз примену одржених форми и метода. Она такође, подразумева активности које потврђују чињенице да финансијска политика, маркетинг и менаџмент, постижу постављене циљеве, или се проналазе финансијски проблеми. Ово се односи на неусаглашеност између жељеног и текућег стања.

Постоје два типа финансијских проблема:

- када се не остварују постављени финансијски циљеви и
- када се не користе постојеће тржишне могућности.

Контрола може бити интерна и екстерна. Интерну контролу врше сопствене контролно надзорне службе, а екстерну контролу врше разни инспекцијски и други државни органи, банке и друге институције. За вршење интерне финансијске контроле одређују се посебни интерни органи, које представљају високо квалификовани стручњаци.

Област финансијске контроле чине практично све операције које се врше уз употребу новца. Финансијска контрола проверава поштовање закона и других прописа у вези коришћења финансијских средстава, расподели прихода привредних субјеката, располагања буџетским средствима, финансијског стања, исправности обрачунавања и плаћања пореза, провере исправности вођења рачуноводства, откривања и објективног испитивање могуће одговорности менаџмента.

У оквиру финансијске контроле, врши се и контрола рационалне употребе новчаних средстава, при чему се посебна пажња обраћа на чињенице:

- да ли се новчана средства у пословању предузећа користе у складу са законом и актима пословне политике предузећа,
- да ли се новчана средства рационално користе у свим фазама процеса репродукције.

Пре сваког распоређивања новчаних средстава, врши се контрола новчаних докумената. У оквиру ње посебно треба водити рачуна: о прибављеним и издатим инструментима осигурања плаћања, роковима доспећа обавеза и измирења према добављачима, наплати потраживања од купаца и благајничком пословању.

Да би се могло управљати финансијама неопходно је обезбедити одговарајуће информације. Највећи део тих информација налази се у књиговодственим евиденцијама. Управо због тога, књиговодство треба да реално одражава стање у предузећу, и утврди стварни пословни резултат предузећа.

Осим књиговодствених, користе се и друге евиденције, као што су: информације које се односе на услове на тржишту, бонитет дужника, окружење, могућност добијања кредита.

Посебан значај за финансијски менаџмент имају евиденције о:

- стању девизних рачуна,
- стању хартија од вредности и полиса осигурања,
- одобреним и неискоришћеним кредитима код пословних банака,
- примљеним новчаним документима,
- заједничким улагањима са страним лицима,
- дуговањима и потраживањима према повериоцима и дужницима,
- благајничком дневнику.

Финансијским информисањем неопходно је обухватити све оне информације које су садржајне и корисне за примену савременог начина финансијског одлучивања у предузећу. Посебно су значајне информације о:

- потребама и изворима финансијских средстава
- приливу и одливу новчаних средстава
- новчаним токовима и токовима укупних пословних средстава

- финансијским пласманима
- стању депозитних рачуна и примљеним хартијама од вредности
- финансијској стабилности предузећа.

8. Ризик и левериџ

Ризик представља мању или већу неизвесност у вези са очекиваним исходом пословне активности. Та неизвесност последица је чињенице, да се при доношењу пословних одлука не располаже са довољно поузданим информацијама.

Разликују се две врсте ризика: **пословни** (неизвесност у вези са очекиваним пословним добитком, као и приносом на укупна пословна средства), и **финансијски** (неизвесност будућег нето добитка, као приноса на сопствена пословна средства).

Левериџ¹⁰ представља један од метода помоћу којег се процењују ефекти пословања, уз присуство наведених фиксних расхода.

Постоји: **пословни** (њиме се процењују ефекти привређивања са фиксним трошковима пословања), **финансијски** (мери се додатни ризик због фиксних финансијских расхода), и **комбиновани левериџ** (квантификују се ефекти пословног и финансијског левериџа на нето добитак и стопу приноса на сопствена средства).

Коефицијент пословног левериџа израчунава се помоћу следеће формуле:

$$\text{Фактор пословног левериџа} = \frac{П(ц-в)}{П(ц-в)-Ф}$$

где је: П - број производа на постојећем обиму продаје

ц - продајна цена по јединици производа

¹⁰ Изворно левериџ представља коефицијент (однос) између задужености предузећа и његовог акцијског капитала, односно коефицијент дуга и активе.

в - просечни варијабилни трошкови по јединици производа

Ф - укупни фиксни трошкови за посматрани период

Дејство финансијског левериџа активира финансијски ризик, који проузрокују фиксни финансијски расходи. Ако се укупна пословна средства финансирају делимично из дугова, који имају лимитирани принос, односно уговорену цену, треба очекивати да се стопа приноса на сопствена средства разликује од стопе приноса на укупна средства.

Стопа приноса на сопствена средства зависи, не само од рентабилности укупних пословних улагања, него и од разлике између просечне цене дуга и стопе приноса на укупна средства, која треба да буде позитивна, мада може да буде и негативна.

Фактор финансијског левериџа представља релативан однос пословног добитка и добитка пре опорезивања, и израчунава се помоћу формуле:

$$\text{Фактор финансијског левериџа} = \frac{\text{Пд}}{\text{Пд} - \text{К}}$$

где је: Пд - пословни добитак

К - расходи на име камате

Пословни и финансијски левериџ делују заједнички у истом правцу. Пошто пословни левериџ детерминише однос процентуалног повећања пословног добитка према процентуалном порасту обима продаје, финансијски левериџ опредељује однос процентуалног повећања нето добитка према процентуалном повећању пословног добитка.

Очигледно је, да се дејство једног и другог левериџа рефлектује на стопу приноса на сопствена средства. Истовременим дејством оба левериџа добија се сложен или комбинован левериџ, који одражава изложеност предузећа тоталном ризику.

9. Финансијска штедња и финансијска актива

Штедњу можемо дефинисати као део дохотка, чија се потрошња одлаже за касније. Ово је дефиниција макроекономског појма штедње, која се на макроекономском нивоу остварује кроз процесе који се одвијају на микроекономском плану. Штедња може бити остварена под утицајем различитих мотива: материјалних (богаћење, увећање имовине, сигурнија будућност), и нематеријалних (сигурност, школовање, лечење, трговина).

Склоност ка штедњи зависи од великог броја фактора, међу којима су најважнији: величина прихода, животни стандард, навике, стабилност, пореско оптерећење и др.

Економске јединице које имају остварену штедњу у облику новца, могу се поделити у три групе:

- **становништво** - остварује различите врсте прихода у одређеним временским периодима. Временски распоред прилива прихода је другачији од њиховог трошења које је равномерније с обзиром на редовне трошкове исхране, становања и др.
- **привредни субјекти** - штедна позиција привредних субјеката може се посматрати на два нивоа. Први ниво потиче из текућег пословања, као разлика између прихода од продате робе и извршених услуга, и трошкова који су за те сврхе настали, и други ниво, који укључује и издатке предузећа за инвестиције у капитална добра. С обзиром, да су ти издаци веома велики, на овом нивоу сектор привредних субјеката прелази из суфицитне у дефицитну зону, односно у зону негативне финансијске штедње.
- **државни сектор** - најчешће остварује негативну финансијску штедњу, с обзиром на то да укупни јавни расходи превазилазе укупне јавне приходе.

Суфицитне економске јединице имају облик имовине у виду потраживања од банака, што представља финансијску активу. На

финансијском тржишту врши се трансфер новца од суфицитних ка дефицитним економским јединицама у замену за други финансијски инструмент.

Токови финансијске штедње од суфицитних према дефицитним економским јединицама могу бити двојаки:

- **директни** – код директног финансирања, финансијски токови одвијају се директно од суфицитне ка дефицитним економским јединицама, без учешћа интермедијарних финансијских институција. У овом случају суфицитне економске јединице замењују свој вишак новчане штедње за финансијске инструменте које креирају крајњи зајмопримци.
- **индиректни** – код индиректног финансирања између даваоца финансијске штедње и крајњег корисника те штедње, појављују се интермедијарне финансијске институције (код овог облика финансирања, дефицитне економске јединице креирају индиректне финансијске инструменте, и продају их интермедијарним финансијским институцијама, а оне креирају своје финансијске инструменте које продају суфицитним економским јединицама). Том куповином оне долазе до директних финансијских потраживања.

Под **финансијском активом** подразумева се сваки имовински облик који има вредност, која се може размењивати. Финансијска актива представља предмет трговине на финансијским тржиштима. Она представља активу, или пласмане за субјекте који их поседују. Финансијска актива обухвата велики број новчаних и финансијских инструмената, од којих су најважнији: хартије од вредности, жирални новац, девизна средства и злато.

Хартије од вредности (ХоВ) - могу се дефинисати као писани документи или исправе које својим власницима дају одређена права. Могу се поделити према различитим критеријумима, од којих су најважнији они, према природи односа која одражавају и према року њиховог доспећа.

Према природи односа које одражавају, хартије од вредности се могу поделити на:

- **Основне** - које одражавају неке основне односе између емитента и власника, и оне могу бити:
 - ❖ Хартије од вредности - инструменти дуга или кредитни инструменти који одражавају дужничко поверилачке односе (обвезнице, сертификати, комерцијални записи, ноте, бонови)
 - ❖ Хартије од вредности - власнички инструменти који одражавају власничке односе (акције)
- **Изведене** - које одражавају изведене односе. Њихова вредност није независна, као код основних хартија од вредности, већ зависи од вредности основне активе на коју су креиране: термински и ликвидни термински уговори (форворди и фјучерси), опције, свопови, споразуми о каматним стопама, варанти, ЛУОН-си, неке конвертибилне хартије од вредности, и др.

Према року доспећа хартије од вредности могу бити:

- краткорочне - имају рок доспећа до годину дана
- средњерочне - имају рок доспећа од једне до три или пет година
- дугорочне - имају рок доспећа дужи од пет година

Жирални новац – новац се може јавити у више облика: као ковани новац, као папирни новац (у облику новчаница), и као жирални новац (има нематеријални облик, и налази се на жиро рачуну предузећа)¹¹. Када је у питању трговина, на финансијским тржиштима подразумева се новац који се налази на жиро рачуну. Савремени новац представља потраживање од банкарског система које има функцију прометног средства, на основу законски потврђене способности да служи као средство плаћања.

¹¹ Ђуровић-Теодоровић, Ј., Јовановић, М., Крстић, Б. (2006). Монетарни и фискални менаџмент. Ниш: Економски факултет.

Девизна средства - представљају сва потраживања у иностраној валути према иностранству. Валуте представљају страни новац којим се располаже у земљи различитој од земље његовог порекла. На финансијским тржиштима тргује се и девизним курсевима, који представљају цену стране валуте изражене у домаћем новцу. Основна функција девизног курса састоји се у уравнотежењу нивоа цена у земљи и иностранству.

Злато (племенити метал) - има значај као облик монетарних резерви у централним банкама, чува се у полугама, и може да служи као основа за емитовање различитих хартија од вредности (златне обвезнице које емитишу рудници злата).

10. Финансијско извештавање

На крају пословне године предузећа су у обавези да после књижења свих пословних промена, закључују пословне књиге како би се утврдило коначно стање, које служи за састављање финансијских извештаја. Финансијски извештаји пружају информације о финансијском положају, успешности и променама у финансијским положају предузећа.

Да би се испунио овај циљ, финансијски извештаји морају обезбедити информације о следећим аспектима пословања предузећа: средства, обавезе, капитал, приходи и расходи (укључујући добитке и губитке), и готовински токови.

Комплетан пакет финансијских извештаја подразумева следеће саставне делове:

- биланс стања,
- биланс успеха,
- извештај о токовима готовине,
- извештај о променама на капиталу,
- напомене уз финансијске извештаје,

Обезбеђење наведених информација које су корисне за широки круг корисника, ради доношења економских одлука, у суштини је циљ финансијског извештавања.

Оно може бити намењено: интерним (само предузеће које је сачинило извештаје, органи управљања и руковођења, као и сви запослени који желе да добију информације о томе колико су сигурна њихова радна места, о могућности повећања зарада...) и екстерним (инвеститори који треба да одлуче да ли ће повећати, задржати или повући капитал инвестиран у дато предузеће, кредитори који желе информације о солвентности предузећа, држава која врши процену о економској снази пореских обвезника) корисницима.

10.1. Извештајни биланси

У рачуноводству, биланси се користе када се исказује стање и резултат предузећа, тако што се пословни догађаји, стања и резултати предузећа исказују преко новчаних јединица, као општег сводног мерила. Карактеристика биланса јесте билансна равнотежа. Општа сврха билансирања јесте упознавање успеха и структуре имовине и капитала. Најважнији критеријуми према којима се разврставају биланси су:

- 1) веза са књиговодственим рачунима,
- 2) правне норме које чине основу билансирања,

Полазећи од везе са књиговодственим рачунима, разликују се:

- рачун изравнања (биланс стања),
- рачун добитака и губитака (биланс успеха).

Полазећи од правних норми, разликују се:

- пословни биланс (извештајни биланс стања и биланс успеха - исказује се имовинско стање и пословни успех или неуспех),
- порески биланс.

10.1.1. Биланс стања

Биланс стања је финансијски извештај о стању имовине, капитала и обавеза, на дан састављања обрачуна. Он представља двострани преглед који показује билансну имовину и капитал (пасива), и начин инвестирања капитала (актива).

Главне категорије средстава које се сврставају у активу су: стална имовина (нематеријална улагања, основна средства, дугорочни финансијски пласмани), залихе, краткорочна потраживања и краткорочни финансијски пласмани.

Главне групације извора средстава, односно пасиве су: капитал (основни капитал, резерве и нераспоређени вишак прихода-добитак), дугорочна резервисања и обавезе (дугорочне и краткорочне). У формалном смислу, сваки биланс карактеришу два битна својства (слика 2):

- он увек има две стране, што га означава као двострани преглед,
- обе стране су рачунски идентичне величине, што означава равнотежу двеју страна.

Слика 2: Шематски приказ биланса стања



Извор: <https://nasamreza.rs/baza-znanja/finansije/bilans-stanja/>

Биланс стања се налази у равнотежи. Уколико то није остварено, биланс практично и не постоји. Уколико финансијски резултат није расподељен, он се исказује у билансу стања, чиме се успоставља равнотежа (позитиван финансијски резултат се исказује у пасиви, а негативан у активи, јер представља мањак активе према пасиви).

Билансне позиције у активи биланса стања за предузећа, рашчлањене су према принципу растуће ликвидности, а све позиције пасиве према принципу доспелости. То значи да мањи степен ликвидности имају позиције које чине сталну имовину, од позиција које чине обртну имовину, а у оквиру тога, готовина и готовински еквиваленти имају највећи степен ликвидности. У пасиви, основни капитал има најдужи рок доспелости, односно најкраће су оне обавезе које су доспеле, а нису измирене према повериоцима (слика 3).

Слика 3: Пример биланса стања

Актива	Биланс на дан 31.12.		Пасива
I Импобилизације	I Сопствени капитал
1. Земљиште	II Дугорочни зајмови
2. Зграде	1. За основна средства
3. Постројења	2. За обртна средства
4. Иматеријалне инвестиције (патенти)	III Краткорочне обавезе
	1. Добављачи
	2. Банка
	3. Остало
II Залихе		
1. Материјал		
2. Полупроизводи		
3. Готови производи		
		
III Потраживања		
1. Купци		
2. Остала		
		
IV Готовина		
1. Банка		
2. Благајна		
		
Свега		Свега
		

Извор: <https://nastavapreduzetnistva.wordpress.com/wp-content/uploads/2012/02/bs.jpg>

10.1.2. Биланс успеха

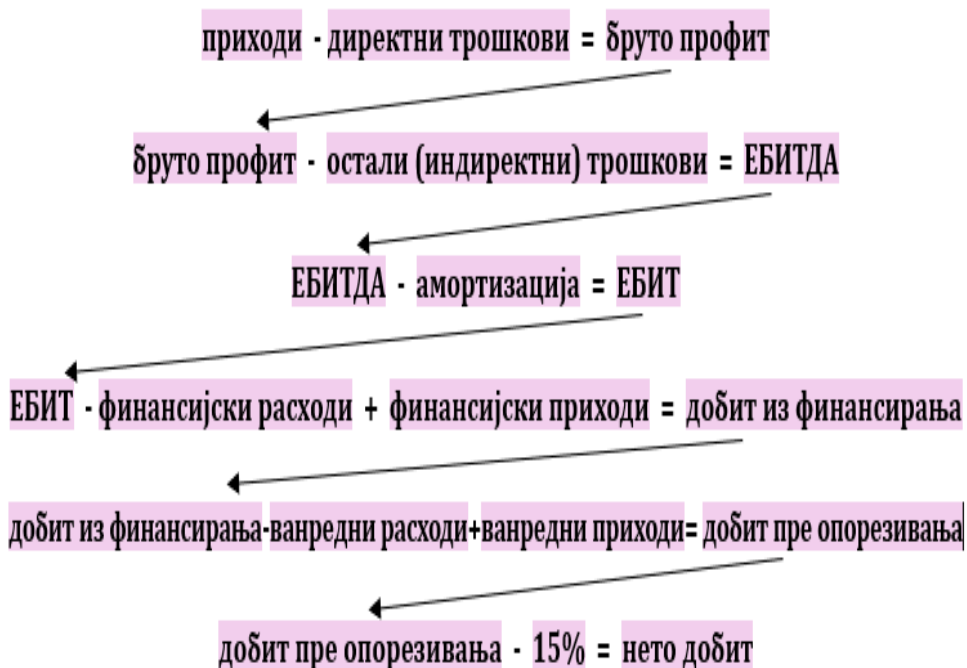
Биланс успеха се саставља за одређени извештајни период, у коме су исказани сви приходи и расходи, и на основу њих утврђен добитак или губитак.

Биланс успеха је по својој природи временски рачун. Обрачун тачног периодичног резултата захтева тачно временско алоцирање прихода и расхода, као компоненти резултата.

Карактеристика биланса успеха је да се у њему приходи, расходи и резултат исказују у виду више подбиланса и то (слика 4):

- 1) пословни приходи, расходи и резултат,
- 2) финансијски приходи, расходи и резултат,
- 3) непословни и ванредни приходи, расходи и резултат.

Слика 4: Шематски приказ фаза биланса успеха



Извор: <https://nasamreza.rs/baza-znanja/finansije/bilans-stanja/>

Међусобним сумирањем резултата подбиланса добија се укупан бруто резултат предузећа, као бруто добитак или као бруто губитак у обрачунском периоду. Позитиван финансијски резултат се исказује на страни расхода, а негативан на страни прихода, чиме се ствара билансна равнотежа (слика 5).

Слика 5: Пример биланса успеха

БИЛАНС УСПЕХА		ЗА ПЕРИОД од _____ до _____ 200__ ГОДИНЕ											
		износ у динарима											
Ред. број	ОПИС	ИЗНОС											
I	ПРИХОДИ ОД ПОСЛОВАЊА												
1.	Приходи од делатности												
II	РАСХОДИ												
2.	Набавна вредност робе, репродукционог материјала и резервних делова												
3.	Набавна вредност залиха робе, репродукционог материјала и резервних делова												
4.	Набавна вредност продате робе, утрошеног репродукционог материјала и уграђених резервних делова (р. бр. 2. – р. бр. 3.)												
5.	Зараде, накнаде и остали лични расходи												
6.	Трошкови производних услуга, амортизације и нематеријални трошкови												
7.	Расходи финансирања и остали расходи												
8.	Расходи пословања (р. бр. 4. до р. бр. 7.)												
III	ФИНАНСИЈСКИ РЕЗУЛТАТИ ПОСЛОВАЊА												
9.	Нето приход – добит (р. бр. 1. – р. бр. 8.)												
10.	Губитак – нето (р. бр. 8. – р. бр. 1.)												

Извор: <https://nastavapreduzetnistva.wordpress.com/wp-content/uploads/2012/02/bs.jpg>

10.1.3. Извештај о токовима готовине

Под токовима готовине сматрају се наплате и исплате готовог новца и готовинских еквивалената, преко благајне, жиро рачуна и девизних рачуна, укључујући компензације, асигнације и цесије спроведене преко тих рачуна.

Извештај о токовима готовине показује колико је новца остварено из редовних пословних активности у току године, као и колико је новца употребљено, или обезбеђено, из активности инвестирања или финансирања.

Извештај токова готовине приказује токове готовине из:

- пословних активности,
- активности пласирања и инвестирања,
- саме активности финансирања.

Износ прилива и одлива новца може се утврдити на два начина:

- на основу евиденције о приливима и одливима у благајни, жиро рачуну, текућим и девизним рачунима,
- са одговарајућих позиција биланса стања, биланса успеха и група рачуна, и рачуна у књиговодству предузећа.

Извештај о токовима готовине је значајан финансијски извештај из разлога што добитак утврђен у билансу успеха не даје увек праву слику о успешности пословања једног предузећа. Могу се примењивати различите рачуноводствене политике у обрачуну амортизације, и у признавању прихода, које утичу на финансијски резултат.

Способност предузећа да ствара готовину је најважнији показатељ његове успешности. За постизање главног циља менаџмента (солвентност), неопходно је генерисати јак готовински ток (ако готовински ток премаши износ који је потребан за редовне пословне активности и њихово ширење, предузеће неће морати да позајмљује новац ради проширења пословања).

Информације које пружа извештај о токовима готовине од користи су како интерним (менаџмент), тако и екстерним корисницима (најважнији су кредитори и инвеститори). Његова основна намена је да корисницима омогући да оцене солвентност и профитабилност предузећа. Он служи менаџменту, инвеститорима и кредиторима, као аналитичко средство да:

- утврде износ готовине који је обезбеђен из пословања током одређеног периода и да тај износ упореде са оствареним приходом у том периоду,
- процене способност предузећа да ли испуњава своје обавезе како доспевају, као и способност исплате дивиденди,
- утврде износ улагања у нова средства (некретнине, постројења, опрему и остала стална средства), током одређеног периода,
- утврде врсту и обим финансирања, потребног за улагање у дугорочна средства или наставак пословања,
- процене способност предузећа да остварује позитивне токове готовине у наредним периодима.

Поред примарног циља, овај извештај пружа информације које корисницима омогућавају да процене промене нето имовине предузећа, његову финансијску структуру (укључујући ликвидност и солвентност), као и његову способност да утиче на износе и временско одређење токова готовине, у циљу прилагођавања променљивим околностима и приликама.

10.1.4. Анализа биланса предузећа

Анализа биланса предузећа је детаљно рашчлањавање биланса стања и биланса успеха, а обавља се ради испитивања финансијског положаја и рентабилности предузећа.

Предмет анализе су:

- **средства,**
- **извори средстава** (из биланса стања) и

- **пословни резултат** (из биланса успеха).

Послове финансијске анализе обавља аналитичка служба, тако што:

- прикупља неопходне податке о пословању предузећа, на бази књиговодствених и других евиденција и финансијских извештаја,
- систематизује прикупљене податке за потребе анализе пословања предузећа,
- израђује показатеље пословања предузећа и извлачи глобалне оцене,
- презентује аналитичке показатеље, и синтетичке закључке, органима руковођења и управљања предузећа, на разматрање.

Анализа биланса предузећа, заснива се на основним финансијским извештајима (билансу стања и билансу успеха), и да би била довољно информативна и поуздана, мора се заснивати на исправним и једнообразним подацима о пословању предузећа.

Циљеви анализе биланса се разликују зависно од тога ко је корисник анализе. Корисници могу бити интерни (органи руковођења и управљања), и екстерни (државни органи, синдикати, повериоци, статистика, пословна удружења).

Имајући у виду кориснике анализе биланса, могу се разликовати интерна (користе се бројније и значајније информације), и екстерна анализа биланса.

Полазећи од предмета анализе, разликују се анализа биланса стања (финансијски положај, статус и структура предузећа), и анализа биланса успеха (пословни резултат).

Да би се анализа биланса успешно обавила потребно је да се испуне одговарајуће:

- материјалне претпоставке,
- формалне претпоставке.

Материјалне претпоставке се односе на обезбеђење истинитих и објективних билансних података, што се остварује:

- респектовањем принципа узрочности (толеранције и сигурности приликом билансирања и утврђивања периодичних резултата), који означава тежњу да се на сваки обрачунски период анализира или расподели припадајући износ прихода и расхода, али и захтева да се спречи произвољност приликом билансирања и утврђивања периодичног резултата,
- елиминисањем утицаја монетарних поремећаја (сталног пораста цена – инфлације и сталног пада цена – дефлације), на биланс и периодичне резултате, где треба извршити хомогенизацију свих позиција биланса стања и биланса успеха,
- консолидовањем биланса сложених предузећа, јер су код њих биланс стања и биланс успеха добијени сабирањем појединачних биланса удружених чланица, и не показују реалност, а самим тим нису ни употребљиви за финансијску анализу.

Формалне претпоставке се односе на правилну класификацију позиција активе и пасиве у билансу стања, и позиција прихода и расхода у билансу успеха.

Позиције активе се групишу према принципу растуће или опадајуће ликвидности (брзина претворљивости у готовину), а позиције пасиве по принципу опадајуће или растуће доспелости (брзина доспелости обавеза за плаћање).

Оптимално припремљен биланс стања за финансијску анализу, подразумева:

- супротстављање активе биланса, груписане према принципу растуће ликвидности, пасиви биланса, груписаној према принципу опадајуће доспелости, или
- сучељавање активе биланса, груписане према принципу опадајуће ликвидности, пасиви биланса, груписаној према принципу растуће доспелости.

Анализа биланса претходи доношењу закључка о финансијском положају предузећа. Утврђивање финансијског положаја предузећа врши се коришћењем следећих инструмената: рацио бројеви, нето обртни фонд, и кеш флоу.

Рацио бројеви

Представљају односе карактеристичних величина стања и успеха, који су од значаја за оцену финансијског статуса, рентабилности и управљања предузећем. Број могућих релација је велики, али се све оне групишу у неколико група, зависно од сврхе њихове употребе:

- рациа структуре,
- рациа рентабилности,
- рациа управљања.

При доношењу закључка о финансијском положају предузећа, користе се у првом реду **рација структуре**, међу којима су најважнији:

- рацио солвентности,
- рациа финансирања имобилизације,
- рациа ликвидности.

Рацио солвентности, представља показатељ могућности предузећа да се одупре и савлада евентуалну економску кризу, а да не угрози сигурност поверилаца.

$$\text{Рацио солвентности} = \frac{\text{Сопствени капитал}}{\text{Позајмљени капитал}} \times 100$$

Рациа финансирања имобилизације, показују у којој мери су нето имобилизације (набавна вредност – отписана вредност = садашња или нето вредност), финансиране сопственим, односно дугорочним капиталом. Ову групу чине два рациа:

- 1) $\frac{\text{Сопствени капитал}}{\text{Нето имобилизације}}$ 2) $\frac{\text{Дугорочни (основни) капитал}}{\text{Нето имобилизације}}$

Ова два рача представљају израз хоризонталних правила финансирања, која траже финансирање имобилизације сопственим или дугорочним капиталом.

Рача ликвидности, се баве утврђивањем норми за финансирање обртних средстава. Она претпостављају: финансирање реалног дела обртних средстава (залиха), дугорочним капиталом, и да номинална актива (потраживања + готовина), може да буде финансирана краткорочним обавезама, под условом једнаке брзине обртања. За контролу ових захтева користе се следеће релације:

- 1) $\frac{\text{Обртна средства (циркулирајућа актива)}}{\text{Краткорочне обавезе}}$
- 2) $\frac{\text{Краткорочна потраживања + краткорочни пласмани + готовина}}{\text{Краткорочн еобавезе}}$

Рачио рентабилности користи податке из биланса стања и биланса успеха, са циљем да идентификује успешност пословања предузећа. Као показатељи рентабилности пословања тржишно оријентисаног привредног субјекта, појављују се:

- стопа пословног добитка,
- стопа нето добитка,
- стопа приноса на укупна пословна средства, и
- стопа приноса на сопствена пословна средства.

Стопа пословног добитка се утврђује на следећи начин:

$$\text{Стопа пословног добитка} = \frac{\text{Пословни добитак}}{\text{Приходи од реализације производа}} \times 100$$

Стопа нето добитка се израчунава на следећи начин:

$$\text{Стопа нето добитка} = \frac{\text{Нето добитак}}{\text{Приходи од реализације производа}} \times 100$$

Стопа приноса на укупна пословна средства израчунава се на следећи начин:

$$\text{Стопа приноса на укупна пословна средства} = \frac{\text{Добит пре камате и пореза}}{\text{Просечна укупна пословна средства}}$$

Стопа приноса на сопствена пословна средства израчунава се на следећи начин:

$$\text{Стопа приноса на сопствена пословна средства} = \frac{\text{Нето добитак (профит предузећа)}}{\text{Просечна сопствена средства}}$$

Раџа управљања се добијају на бази података из биланса стања и биланса успеха, а израчунавају се у форми коефицијента, или броја дана задржавања пословних средстава у конкретном облику (нпр. залихе). Постоји више раџа управљања, али су најзначајнија:

- раџа обрџа залиха,
- раџа регулисања потраживања од купаца и
- раџа регулисања обавеза према добављачима.

Код **раџа обрџа залиха** од значаја су коефицијент обрџа залиха и показатељ просечног времена задржавања залиха у предузећу.

Коефицијент обрџа залиха

$$= \frac{\text{Цена коштања (или трошкови) реализованих производа}}{\text{Просечан салдо залиха}}$$

$$\text{Просечно време задрж. залиха у предузећу} = \frac{365 \text{ дана}}{\text{Коефицијент обрта залиха}}$$

Када је у питању **рацио регулисања потраживања** од купаца, разликују се следећи показатељи: коефицијент обрта купаца и показатељ просечног времена наплате потраживања од купаца.

$$\text{Коефицијент обрта купаца} = \frac{\text{Приходи од реализације производа}}{\text{Просечан салдо купаца}}$$

$$\begin{aligned} & \text{Просечно време наплате потраж. од купаца} \\ & = \frac{365 \text{ дана}}{\text{Коефицијант обрта залиха}} \end{aligned}$$

Код **рација регулисања обавеза према добављачима**, најважнији су: коефицијент обрта добављача, и показатељ просечног времена плаћања обавеза према добављачима.

$$\begin{aligned} & \text{Коефицијент обрта добављача} \\ & = \frac{1 + \text{повећање залиха} - \text{смањење залиха}}{\text{Просечан салдо добављача}} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & \text{Просечно време плаћања обавеза према добављачима} \\ & = \frac{365 \text{ дана}}{\text{Коефицијент обрта добављача}} \end{aligned}$$

Нето обртни фонд

Нето обртни фонд или нето обртна средства, изражавају рачунску величину изведену из биланса стања, која је посматрана из перспективе активе (нето обртна средства), и из перспективе пасиве (нето обртни фонд). По својој показној моћи, нето обртни фонд представља сигурносну маржу, која се у пракси анализе и оцена финансијског положаја, користи као критеријум за утврђивање и оцену финансијске равнотеже, као претпоставке одржавања ликвидности.

Потребни нето обртни фонд за поједина предузећа, представља почетну основу за поређење са стањем на одређени дан, из чега

произилазе разлике, које се узимају као критеријум за оцену квалитета финансијске структуре, и могућности одржавања ликвидности и гарантовања оптималне рентабилности.

Оцена финансијског положаја претпоставља, узимање у обзир варијација нето обртног фонда у низу сукцесивних обрачунских периода, и развоја кеш-флоу-а.

Ове варијације:

- откривају тенденције у развоју финансијске структуре предузећа,
- указују на то какво је било финансирања у прошлости,
- омогућују руководству предузећа неопходне информације о солвентности предузећа, на дужи рок.

Промене нето обртног фонда у сукцесивним обрачунским периодима се испољавају поправљањем или погоршањем финансијске структуре, што је условљено:

1. приходима већим од укупних расхода, без амортизације,
2. продајом основних средстава,
3. повећањем дугорочних зајмова,
4. конверзијом краткорочних у дугорочне зајмове,
5. докапитализацијом кроз повећање основног капитала.

У овим случајевима, смањује се величина имобилизација као одбитне позиције, од дугорочног капитала, или долази до повећавања висине дугорочног капитала, што резултира порастом нето обртног фонда. Доношење закључка о финансијском положају, заснива се на табели која се саставља на основу елемената (података) биланса стања, у најмање два периода – текуће године и претходне године.

Cash flow (новчани ток)

Cash flow (новчани ток подразумева сва примања и издавања новца), означава токове готовине, који се тумаче на два начина:

- као стални ток примања и давања, који протиче кроз предузеће (брutto), или као разлика између примања од продаје роба и услуга, с једне стране, и давања, повезаних са производњом и продајом роба и услуга, с друге стране (нето).
- као сума добитка, амортизације и других трошкова који не проузрокују излаз готовине (трошкови дугорочних резервисања), или као део нето обртног фонда, који произилази из пословног процеса.

Cash flow представља предмет планирања, у циљу одржавања солвентности, и инструмент контроле извршавања плана новчаних токова. Предвиђање Cash flow-а представља финансијско планирање, а анализа тока Cash flow-а, је његова контрола.

Он се користи као инструмент финансијске анализе за мерење приносне снаге, у смислу допуне годишњег резултата, и за анализу инвестиционих алтернатива.

Способност Cash flow-а да буде коришћен као инструмент финансијске анализе, произилази из чињенице да је он део укупног прихода који прелази висину трошкова праћених излазом готовине. У том смислу, он представља вишак прихода, који је по одбитку пореза на добит, слободан за исплату: дивиденди, учешћа у добити, инвестирање у основна средства, и доспеле дугорочне зајмове.

Уколико је Cash flow, неупотребљен за напред наведене сврхе, тада долази до повећања слободних обртних средстава, и може се употребити за исплату краткорочних обавеза, за улагање у залихе, за профитабилно пласирање, или повећање резерви готовине.

У финансијској анализи готовине, Cash flow је инструмент мерења финансијског потенцијала за интерно финансирање, за враћање зајмова, за обрачун горње границе задужења и могућности поправљања финансијског положаја предузећа из интерне снаге.

Cash flow изражава ослобођена средства кроз пословни процес, која могу да буду употребљена у напред наведене сврхе, без опасности за солвентност.

Права функција Cash flow-а, није утврђивање финансијског положаја предузећа, него тумачење и образложење висине и промена рацио бројева и нето обртног фонда, на основу којих се доноси закључак о финансијском положају предузећа. Тиме Cash flow постаје незаобилазни помоћни инструмент финансијске анализе.

ПИТАЊА ЗА ПРОВЕРУ ЗНАЊА:**I Основе финансијског менаџмента**

1. Како се деле финансијски ресурси према изворима стварања?
2. Која су три основна циклуса делатности предузећа?
3. Који је главни финансијски циљ предузећа и како се он постиже?
4. Који су споредни финансијски циљеви предузећа?
5. Како можемо посматрати финансијски менаџмент?
6. Шта је предмет изучавања финансијског менаџмента по традиционалном, а шта по савременом приступу?
7. Од којих фактора зависи избор организационе структуре финансијског менаџмента?
8. Шта све обухвата управљање финансијским средствима предузећа?
9. Шта подразумева финансијско прогнозирање, а шта финансијско планирање?
10. Чиме се све бави финансијска анализа?

II

ФИНАНСИЈСКА ТРЖИШТА

И

ФИНАНСИЈСКЕ ИНСТИТУЦИЈЕ

II ФИНАНСИЈСКА ТРЖИШТА И ФИНАНСИЈСКЕ ИНСТИТУЦИЈЕ

Финансијска тржишта представљају места на којима се креирају и трансформишу потраживања (обавезе), и изражавају и реализују понуда и тражња, за финансијским инструментима. Такође, на њима се тргује финансијским инструментима, док предузећа на финансијским тржиштима долазе до средстава неопходних за своје финансирање. Ту се повезују субјекти који располажу вишковима новчаних средстава и субјекти којима недостаје новац. Такође, на њима долази до повезивања штедње и инвестиција. Финансијска тржишта обављају следеће функције: утврђивање цене финансијских инструмената, смањивање трансакционих трошкова и пружање информација учесницима на тржишту. Финансијске институције, као основни учесници у трговини финансијским инструментима, обезбеђују извршавање функција финансијских тржишта и својом активношћу омогућавају нормално обављање трговине. Основна улога финансијских институција је да посредују између суфицитних и дефицитних економских јединица, а оне ову функцију обављају тако што прикупљају акумулацију преко својих кредитних и финансијских инструмената.

1. Појам финансијских тржишта

Финансијска тржишта представљају места на којима се тргује финансијским инструментима. Она се могу дефинисати и као организована места на којима се сусрећу понуда и тражња за различитима облицима финансијских инструмената.

На финансијским тржиштима предузећа долазе до средстава неопходних за своје функционисање. На њима се повезују субјекти који располажу вишковима новчаних средстава и субјекти којима недостаје новац. На тај начин се повезују инвестиције¹² и штедња (укупан обим штедње на нивоу националне привреде у једном временском периоду, једнак је укупном обиму инвестиција, што се назива штедно-инвестициони циклус). На финансијским тржиштима се креирају и трансформишу потраживања (обавезе), и изражавају и реализују, понуда и тражња за финансијским инструментима.

Велики број аутора, у литератури о финансијама говори¹³ о више финансијских тржишта, па се овај појам изједначава са појмом **финансијско-тржишног система**, чији су основни елементи:

- финансијска штедња која представља предмет, односно садржај трансферисања;
- главни токови трансферисања финансијске штедње;
- финансијски инструмент којима се врши трансферисање штедње;
- финансијске институције које учествују у трансферисању штедње;
- финансијска тржишта на којима се остварује промет финансијских инструмената.

¹² Mašović, A., Kisin, J., Ignjatović, J. (2024). Comparative analysis of foreign direct investment in Serbia and North Macedonia, International Monograph chapter, Powiślański University in Kwidzyn, Poland. <https://powislanska.edu.pl/wp-content/uploads/2024/05/Oblicza%20dobrobytu%206.pdf>

¹³ Ристић, Ж, Комазец, С. (2002). Финансијски менаџмент-менаџерска финансисјка економија. Београд: Висока пословна школа.

Развој тржишне привреде^{14,15} и кредитног система непрекидно ствара различите облике платних и кредитних инструмената, којима се региструју и реализују новчане обавезе и потраживања различитих учесника у процесу репродукције. Ови инструменти имају различите функције: потврђују права и обавезе из робног промета, изражавају кредитне односе и омогућавају трансфер ризика са једног на друге економске субјекте.

Преко финансијских тржишта обављају се разноврсни послови. На њима се нуде и траже супститути роба и услуга (домаћи и страни новац, хартије од вредности, потраживања и др.).

Финансијска тржишта обављају следеће функције:

- **утврђивање цене финансијских инструмената,**
- **смањивање трансакционих трошкова и**
- **пружање информација учесницима на тржишту.**

Финансијска тржишта представљају врло значајан фактор за несметано одвијање привредних односа. Држава Србија спада у ред земаља код којих је процес развоја тек на почетку¹⁶¹⁷ финансијских тржишта, па се може закључити да је неразвијеност финансијских тржишта код нас последица:

- слабе профитабилности привреде,
- недовољне склоности штедњи,
- високих каматних стопа,

¹⁴ Filipović, S., Ignjatović, J. (2022). Ekonomski razvoj Zapadnog Balkana: šanse i ograničenja za zelenu tranziciju, Megatrend Revija, 19 (3), 167-182. DOI: [10.5937/MegRev2203167S](https://doi.org/10.5937/MegRev2203167S)

¹⁵ Filipovic, S., Ignjatovic, J. (2021). International relations through the prism of the new technological division of power. Međunarodni problemi, LXXIII(4), 637-666. DOI: <https://doi.org/10.2298/MEDJP2104637F>

¹⁶ Filipović, S. (2020). Efekti trgovinskog rata na Evropu. U: Izazovi održivog razvoja u Srbiji i Evropskoj uniji. Edicija Zbornici. Beograd: Institut društvenih nauka, 28-45. http://iriss.idn.org.rs/479/1/SFilipovic_Izazovi_odrzivog_razvoja.pdf

¹⁷ Trošić Jelisavac, S. Rapaić, S. (2015). Stanje i perspektive pristupanja Srbije svetskoj trgovinskoj organizaciji. Međunarodni problemi, L17 (1), 128-147.

- изгубљеног поверења у финансијски систем,
- недефинисаних својинских односа и
- недостатка специјализованих кадрова.

Држава својим прописима регулише функционисање¹⁸ финансијских тржишта и учесника на њима. У том смислу, држава има следеће функције:

- заштиту учесника на финансијским тржиштима,
- одржавање макроекономске стабилности,
- одржавање конкурентности и
- одржавање солвентности финансијских институција.

2. Карактеристике савремених финансијских тржишта

Карактеристика савремених финансијских тржишта је стално креирање нових финансијских инструмената, и брисање граница између националних тржишта. Савремена финансијска тржишта карактеришу:

- **континуелност** – стални развој комуникација ствара услове за континуирано функционисање финансијских тржишта, односно за непрекидност у њиховом раду. Током целог радног дана на тржиштима се непрекидно формирају цене, а за то време се извршавају налози купаца и продаваца
- **интернационализација и глобализација**¹⁹ – финансијска тржишта показују тенденцију интеграције националних финансијских тржишта у једно интернационално²⁰. Тако се привредним субјектима пружа могућност да прикупљају

¹⁸ Душанић, Ј. (2002). Новац, кредит и банке. Београд-Српско Сарајево: Consseco институт.

¹⁹ Varoufakis, J. (2013). Globalni minotaur. Beograd: Profil knjiga.

²⁰ Turčinović, F. (2002). Ekonomske integracije i trgovinske grupacije. Beograd: Megatrend.

слободна финансијска средства и изван граница своје државе. Ови процеси се одвијају паралелно са развојем међународног тржишта ино-обвезница, нарочито тржишта евро обвезница. Иностране обвезнице су врста обвезница, помоћу којих емитенти из једне земље, прикупљају средства за своје финансирање у другој земљи

- **финансијске иновације** – на финансијским тржиштима у свету, последњих година се појављује велики број финансијских иновација, које доприносе ширењу послова на финансијским тржиштима. Најзначајније од њих су: фјучерс уговори, опције, обвезнице са променљивом каматном стопом, своп аранжмани, кредитне картице, електронски новац, хипотекарне заложнице, итд.
- **дерегулациони токови** – држава својим прописима регулише рад финансијских тржишта и понашање учесника на њима. Постоје знатне разлике у погледу регулисања финансијско-тржишног система од стране појединих земаља, па отуда и потреба међусобног усклађивања регулативе различитих земаља. Управо из овог разлога, савремена финансијска тржишта карактеришу дерегулациони токови, чију основу чини смањење улоге државе у регулисању финансијских тржишта. Може се рећи, да они обухватају следеће тенденције: смањење улоге државе и државних органа, комбиновање законског регулисања, саморегулисања и предузимање мера на повећању поверења.

2.1. Тржиште новца

Тржиште новца је део финансијског тржишта, на коме се тргује **жиралним новцем, краткорочним хартијама од вредности, златом и племенитим металима.**

Тржиште новца представља место сусретања понуде и тражње за различитим облицима краткорочне финансијске активе, чији је рок доспећа краћи од једне године.

На тржишту новца обављају се следећи послови:

- трансакције са жиралним новцем,
- узимање, односно давање краткорочних кредита,
- есконтни послови,
- ломбардни послови и
- послови са краткорочним хартијама од вредности.

Развој тржишта новца започео је појавом банака. У банкама се врши складиштење новца њених клијената – депонената. Пошто клијенти обављају своје новчане трансакције преко банке као посредника, банка је у ситуацији да прати и анализира финансијске односе који настају у процесу стварања дохотка, акумулације и њихове прерасподеле.

Тржиште новца врши монетарну функцију, јер оно представља инструментални оквир у коме се уравнотежује и коригује потреба економских субјеката за новцем.

Тржиште новца омогућује привредним субјектима да дођу до краткорочних новчаних средстава, која су њима потребна за одржавање солвентности. Власници слободног новца на тржишту га трансформишу у оне финансијске инструменте који се могу брзо заменити за новац.

Ово тржиште обједињује понуду и тражњу новчаних средстава, финансијске инструменте и финансијске трансакције, које се обављају у односима између правних и физичких лица, као и у односима између њих с једне стране, и државе и централне банке, са друге.

Тржиште новца обавља следеће функције:

- мобилизацију и алокацију краткорочних финансијских средстава,
- обезбеђивање солвентности учесника,
- утврђивање цена финансијских инструмената,
- трансмисију монетарне политике.

Пословање на тржишту новца карактеришу:

- јасна и једнообразна правила,
- јединствени начин пословања,
- интернационалност, односно поштовање правила која су међународно прихваћена,
- тржишно, коректно и конкурентно понашање учесника,
- ефикасност и прецизност у обављању послова,
- висока финансијска дисциплина, која је праћена оштрим санкцијама за кршење правила понашања,
- коришћење савремене информатичке и телекомуникационе опреме и
- рационалност и ажурност у пословању.

Тржиште новца се може различито организовати. Може се организовати као самостална институција, и као неинституционализовано и мешовито тржиште, односно као посебан организациони део у оквиру берзи хартија од вредности.

Развојем међународне трговине и утицајем мултинационалних компанија, отворено је посебно финансијско тржиште које има међународни карактер - евродоларско тржиште. Оно врши утицај на национална тржишта новца, није географски одређено, већ представља део националних тржишта новца и капитала на коме се трансакције обављају у валути других земаља. Евродолари су депозити банака, изражени у доларима који нису под контролом америчке монетарне власти.

Инструменти тржишта новца могу се класификовати према издаваоцу. Према овом критеријуму, деле се на:

- финансијске инструменте државе и централне банке (краткорочне државне обвезнице, обвезнице државних агенција и парадржавних организација, жирални новац и механизам реоткупа краткорочних хартија од вредности);

- корпоративне финансијске инструменте (комерцијални записи);
- банкарске инструменте (депозитни сертификати, благајнички записи и банкарски акцепти);
- посебне облике инструмената (удели новчаних инвестиционих фондова и краткорочне полисе осигуравајућих организација).

Главни учесници на тржишту новца су: централна банка, депозитне финансијске институције, нарочито банке, посредничке и друге финансијске организације. Поред ових учесника, у раду тржишта новца могу учествовати и други учесници. Правна и физичка лица не могу бити директни учесници на тржишту новца.

Функционисање тржишта новца прилагођено је његовим основним елементима:

- **тржишту жиралног новца** – оно обухвата трговину тренутним вишковима новчаних средстава на жиро рачунима учесника на тржишту новца. Трговина жиралним новцем се обавља преко дилера и брокера, а о закљученом послу се сачињава закључница, која садржи податке о продавцу и купцу, о износу средстава, о висини каматне стопе и року
- **тржишту краткорочних хартија од вредности** - оно обухвата примарну емисију хартија од вредности и њихову секундарну продају. Примарна емисија представља прву продају хартија од вредности, а секундарна продаја представља препродају, односно другу и наредне трансакције са хартијама од вредности које су већ емитоване

2.2. Тржиште капитала

Тржиште капитала је институционално организовани простор, са свим потребним елементима неопходним за његово функционисање. У оквиру њега се, у тачно одређеном времену, прецизно утврђеним правилима, организовано сусрећу понуда и тражња стандардизованог тржишног материјала, којим се тргује на овом месту.

На овом тржишту тргује се дугорочним финансијским инструментима. Оно омогућава усмеравање слободних финансијских средстава у најрентабилније инвестиционе пројекте.

Основна функција тржишта капитала је окупљање на одређеном месту и у одређено време, субјеката који имају и нуде капитал, и субјеката који траже капитал, ради сучељавања понуде и тражње капитала.

Субјекти који траже капитал су предузећа која улажу прибављени капитал у свој раст и развој.

Циљеви тржишта капитала су:

- обезбеђење неопходног капитала за привредни развој и просперитет националне економије,
- алокација капитала у најпропулзивније инвестиције и најпрофитабилније привредне гране,
- остваривање највећег могућег прихода по основу власништва над капиталом,
- повећање новчане штедње у квантитативном и квалитативном смислу,
- остваривање максимално могућег обима капитала,
- детерминисање стварне и тржишне цене капитала и
- остваривање оптималне рочне структуре капитала.

Тржиште капитала функционише директним и индиректним финансијским токовима, при чему се користе разноврсни финансијски инструменти. На овом тржишту најзаступљеније су **акције**, које су значајне не само у трансферисању финансијске штедње, него и у формирању својинске и управљачке структуре привредних субјеката. На тржишту капитала значајни су и **дугорочни кредити** комерцијалних, хипотекарних, инвестиционих, пословних и других банака, као и **дугорочне обвезнице**, и друге дугорочне хартије од вредности.

У финансијске инструменте тржишта капитала спадају и **полисе осигурања** и **инструменти пензионих фондова**.

Учесници на тржишту капитала су:

- дефицитне економске јединице, као крајњи корисници финансијске штедње, који креирају одређене инструменте и продају их суфицитним економским јединицама,
- интермедијарне финансијске институције (комерцијалне и друге банке, осигуравајуће организације, пензиони фондови и други институционални инвеститори),
- берзански посредници (брокери и дилери, који имају посебну улогу, нарочито у директном финансирању),
- берзе, које имају значајну улогу на овом тржишту у његовим секундарним операцијама и
- држава, која има улогу регулатора и контролора, а може се јавити и у улози инвеститора и продавца.

Тржиште капитала може бити **примарно и секундарно**. На примарном тржишту економски субјекти мобилишу капитал издавањем дугорочних финансијских инструмената. Као емитенти дугорочних финансијских инструмената јављају се предузећа, држава и локални органи власти, док се као инвеститори појављују финансијске институције, предузећа и физичка лица. Секундарно тржиште представља место сусретања понуде и тражње већ емитованих дугорочних финансијских инструмената. Оно инвеститорима обезбеђује ликвидност њихових инвестиција.

2.3. Девизно тржиште

Девизно тржиште представља специјализовани део финансијских тржишта, на којима се купују и продају страна средства плаћања, усклађују понуда и тражња, утврђује девизни курс и управља националним девизним резервама.

Циљ овог тржишта је одржавање оптималног нивоа ликвидности субјеката националне економије, у њиховим пословним трансакцијама са иностранством.

Функционисање девизног тржишта доприноси међусобној повезаности националних финансијских тржишта. Ова повезаност је последица реалних економских токова: међународне трговине, међународних услуга и кретања становништва, који доводе до економске активности везане за иностранство, односно активности изражене у новцу различитом од домаћег, као и кретања капитала између различитих земаља.

Основу за постојање савременог девизног тржишта представља међународни платни промет. Задатак учесника на девизном тржишту је, да од носилаца девизних средстава купе расположива средства и да их продају заинтересованим купцима ради плаћања њихових обавеза у иностранству.

Девизно тржиште остварује следеће функције:

- омогућава власницима девиза да их претворе у националну валуту, а другим лицима да набаве одговарајућа средства за плаћање у иностранству,
- усклађује захтеве за продају девиза са захтевима за њихову куповину,
- усклађује понуду и тражњу посредством девизног промета у земљи и девизног промета са иностранством и
- омогућава обављање девизног промета са иностранством.

Основна функција девизног тржишта састоји се у формирању девизног курса, односно утврђивању односа вредности националне валуте према валутама других земаља. Девизни курс се формира међуодносом понуде и тражње за девизама.

Формирање курса на девизном тржишту је под утицајем централне банке која куповином и продајом девиза на девизном тржишту утиче на висину курса.

Инструменти девизног тржишта су платни инструменти који садрже потраживање изражено у страном валути. Поред страних новчаних јединица (папирни и ковани новац), међународни платни инструменти су: трансфери, менице, чекови, и др.

Депозити су актива у страниј валути коју банка држи у домицилној земљи те валуте.

Учесници на девизном тржишту су: власници валута, девизних средстава и девизних хартија од вредности у националној економији, као и банке и друге берзанско-финансијске институције које је централна банка за то посебно овластила. Специфична улога на девизном тржишту припада централној банци и она се на њему појављује као директан регулатор и контролор.

Девизно тржиште је стандардизовано. Правила која важе на овом тржишту регулишу процедуре трговине, начин извршења, рокове извршења, начин плаћања. Она обавезују све учеснике, иако су они најчешће из различитих земаља.

3. Финансијске институције

Учеснике на финансијским тржиштима чине финансијске институције и финансијски посредници.

Финансијске институције обезбеђују извршавање функција финансијских тржишта. Оне су основни учесници у трговини финансијским инструментима и непосредно учествују на финансијским тржиштима. Својом активношћу омогућавају нормално и несметано обављање трговине (поједини учесници имају различиту улогу – могу се појавити као зајмодавци, или као носиоци регулаторне улоге-улоге органа јавне власти).

Основни задатак финансијских институција је да посредују између суфицитних и дефицитних економских јединица. Оне овај задатак обављају тако што прикупљају акумулацију преко својих кредитних и финансијских инструмената, и врше њено усмеравање кредитирањем, или куповином финансијских инструмената зајмопримаоца.

Поједине финансијске институције могу бити финансијски посредници, који повезују остале учеснике на финансијским тржиштима и остварују зараду на основу разлике у цени по којој ангажују средства, и цене по којој пласирају та средства.

Финансијске институције врше следеће послове:

- трансформисање финансијске активе из једног облика у други,
- размену финансијске активе у корист својих клијената,
- пружање помоћи у креирању нових облика финансијских инструмената и помоћи при њиховој продаји,
- пружање саветодавних и консалтинг услуга,
- вршење послова у вези са управљањем портофилиом финансијске активе.

Постоји велики број финансијских институција. Неке од њих су настале пре финансијских тржишта (банке и штедионице), док су неке творевина финансијског тржишта (институционални инвеститори - осигуравајућа друштва, пензиони фондови), као и неки финансијски посредници (инвестиционе компаније).

Финансијске институције се могу класификовати на више начина, а најприхваћенији је онај, по коме се оне деле на:

- централна банка,
- депозитне финансијске институције,
- недепозитне финансијске институције,
- берзе и
- берзански посредници.

3.1. Централна банка као финансијска институција

Велики значај Централне банке произилази из тога, што она врши регулативну улогу на финансијским тржиштима. Њена улога је посебно важна на тржишту новца, где одређује ниво новчане масе и висину краткорочних каматних стопа. Посебна улога састоји се у заштити осталих учесника на финансијским тржиштима. Такође, Централна банка емитује квалитетне хартије од вредности и врши операције на отвореном тржишту.

Она остварује своје функције помоћу инструмената монетарно - кредитног регулисања (есконтна стопа, обавезна резерва, утврђивање минималне резерве ликвидности, куповина и продаја хартија од вредности, ограничење пласмана).

Улогу Централне банке у Републици Србији има Народна банка Србије (НБС). Она је самостална и независна у обављању функција утврђених законом, и за свој рад одговара Народној скупштини Републике Србије. Њени основни циљеви су постизање и одржавање стабилности цена, и очување финансијске стабилности.

Народна банка Србије утврђује и спроводи монетарну политику у Републици Србији:

- **Издавањем краткорочних хартија од вредности** - НБС може издавати краткорочне хартије од вредности које гласе на домаћу или страну валуту, на основу одлуке којом се утврђују обим емисије, рокови доспећа и други услови за издавање хартија од вредности, као и начин пласмана и исплате тих хартија.
- **Спровођењем операција на отвореном тржишту** - Операције на отвореном тржишту представљају куповину или продају хартија од вредности, чиме се остварују одређени циљеви монетарне политике. Када Централна банка жели да повећа ликвидност банака и њихов кредитни потенцијал, она врши куповину хартија од вредности и овим повећава ниво новчане масе.
- **Обављањем дисконтних послова** - Централна банка обавља дисконтне послове куповином хартија од вредности и њиховом продајом пре истека рока њиховог доспећа.
- **Одобравањем краткорочних кредита** - Народна банка може пословним банкама одобравати кредите с роком доспећа до годину дана, на основу залога портфеља хартија од вредности. Централна банка може одобравати Републици Србији кредите ради финансирања привремене неликвидности буџета, настале услед неуравнотежених кретања у приходима и расходима током извршења буџета.

- **Утврђивањем обавезне резерве банака код НБС** - Политиком обавезних резерви Централна банка остварује циљеве монетарне политике преко контроле висине кредитног потенцијала. Суштина ове мере састоји се у утврђивању основице и стопе за издвајање из депозитног потенцијала банака у корист обавезних резерви код Централне банке (НБС утврђује висину обавезне резерве банака прописивањем стопе обавезне резерве, врсте депозита и других средстава на која се та стопа примењује).
- **Утврђивањем есконтне стопе и других каматних стопа НБС** - Централна банка утврђује есконтну стопу, каматне стопе на своје пласмане и друга потраживања, као и каматне стопе на средства на које она плаћа камату и прописује начин обрачуна и плаћања камате.
- **Утврђивањем мера за одржавање ликвидности банака и других финансијских организација** - НБС ради одржавања ликвидности банака и других финансијских организација, може прописати:
 - ❖ услове и начин одобравања депозитних и кредитних олакшица,
 - ❖ услове и начин обезбеђивања ликвидности исплате депозита физичких и правних лица код банака,
 - ❖ друге мере за одржавање ликвидности банака - НБС може утврдити минималне услове кредитне способности банке у пословању са њом.
- **Доношењем прописа и предузимањем мера и других активности из области девизног пословања, утврђених законом** - НБС самостално води политику курса динара, и уз сагласност Владе утврђује режим курса динара. Она купује и продаје девизе и ефективни страни новац на девизном тржишту, у циљу усмеравања кретања курса динара и одржавања нивоа девизних резерви.

НБС прописује:

- услове и начин интервенције НБС на девизном тржишту,
- услове и начин обављања платног промета са иностранством,
- начин вођења девизне штедне књижице и девизног рачуна,
- врсту девиза и ефективног страног новца који купује и продаје на девизном тржишту. НБС може у складу са утврђеном монетарном политиком, банкама прописати обавезу да држе одређени износ у девизама на рачуну код НБС, или код страних банака. НБС може од домаћих и страних банака примати депозите у девизама.

Девизне резерве НБС чине:

- потраживања НБС на рачунима у иностранству,
- хартије од вредности које гласе на стране новчане јединице,
- специјална права вучења и резервна позиција код Међународног Монетарног Фонда (ММФ),
- злато и други племенити метали и
- ефективни страни новац.

НБС одлучује о начину формирања, управљања, коришћења и располагања девизним резервама, на начин, који је најбоље прилагођен монетарној и девизној политици:

- **Издавањем новчаница и кованог новца** - НБС издаје новчанице и ковани новац, утврђује апоене и основна обележја новчаница и кованог новца, и доноси одлуке о пуштању у оптицај, и повлачењу из оптицаја новчаница и кованог новца. Све новчане обавезе из послова закључених у РС, између предузећа и других домаћих правних и физичких лица, изражавају се у динарима и извршавају средствима плаћања које гласе на динаре, ако законом није другачије утврђено.
- **Утврђивањем других инструмената и мера монетарне политике** - НБС уређује и унапређује платни промет у земљи,

контролише обављање платног промета у банкама, и обавља друге послове платног промета у земљи, у складу са законом. Она води систем консолидованог рачуна трезора за динарска и девизна средства, као и друге рачуне утврђене законом.

- **Обављање других послова утврђених законом** - НБС може на основу уговора или закона, обављати за РС и многе друге послове. Централна банка издаје и одузима дозволе за рад, врши контролу бонитета и законитости пословања, и преузима друге мере у складу са законом. При вршењу контроле, НБС има право увида у пословне књиге и другу документацију банака и других финансијских организација, као и правних лица која су са банком, која је предмет контроле, повезана имовинским, управљачким или пословним односима.

3.2. Депозитне финансијске институције

Депозитне финансијске институције до средстава долазе прикупљањем депозита од осталих учесника на финансијским тржиштима. Извори средстава су депозити који за њих чине пасиву, а активу чине одобрени кредити, или улагања у разне облике финансијске активе (хартије од вредности). У депозитне финансијске институције спадају:

- Банке,
- Штедне и кредитне асоцијације,
- Штедионице,
- Кредитне уније,
- Штедно-кредитне задруге,
- Финансијске компаније,
- и други институционални инвеститори.

Банка је институција која прикупља слободна новчана средства (депозите), одобрава кредите и обезбеђује трансакциони новац (плаћања). До средстава долази прикупљањем различитих врста депозита: по виђењу, на основу текућих и жиро рачуна, орочених и др. Поред тога, у изворе средстава банке спадају и сопствена средства, као и кредитни извори средстава којима банке располажу. Они се прикупљају од привреде, становништва, државних институција и иностраних субјеката. Банке средства користе за одобравање различитих кредита, за инвестиције у реалну активу и инвестиције у финансијску активу. Банке формирају посебне портфеље хартија од вредности који се могу користити у различите сврхе. Управљање овим портфељом представља управљање улагањима банке у хартије од вредности које ће осигурати одржавање солвентности, остварити приход и смањити ризик каматне стопе.

Најзначајнија подела банка је на:

- **универзалне** - обављају све основне банкарске функције: обезбеђење плаћања, депозитне функције, кредитне функције и операције са хартијама од вредности
- **комерцијалне** - овлашћене су да држе депозите по виђењу који непосредно служе као средство плаћања, а поред тога обављају и кредитну функцију
- **инвестиционе банке** - послују са хартијама од вредности, што им даје могућност да се баве ширим кругом послова: организовање емисије хартија од вредности, откуп и дистрибуција хартија од вредности, трговина хартијама од вредности, реструктурирање предузећа, промена власничке структуре предузећа

Штедне и кредитне асоцијације - до средстава најчешће долазе преко штедних депозита становништва, али могу да прикупљају средства и емитовањем различитих хартија од вредности. Ове институције пласирају средства за куповину некретнина по основу хипотекарних кредита, затим у потрошачке кредите, као и у непотрошачке кредите и хартије од вредности локалних органа власти.

Штедионице - организују се по принципима заједничких кооператива, при чему су депоненти уједно и власници. Штедионице прикупљају штедне улоге и не баве се кредитирањем крајњих корисника, већ то чине преко других финансијских институција. Оне пласирају средства углавном у некретнине по принципу хипотекарних кредита, као и у хартије од вредности на основу хипотеке.

Кредитне уније - својим члановима одобравају мање потрошачке кредите, а врше и пословање са кредитним картицама, на основу којих врше кредитирање. Приход од пословања уније исплаћује се у облику дивиденди власницима уније (депонентима).

Штедно-кредитне задруге - баве се прикупљањем штедне и одобравају кредите, најчешће уз обезбеђење хипотеком или залагањем одређених вредности.

Финансијске компаније и други институционални инвеститори - послују тако што издају одређене дужничке финансијске инструменте које по апоенима и роковима прилагођавају купцима, и прикупљају штедњу коју размењују за потраживања или имовинске облике (акције) од дефицитних економских јединица.

3.3. Недепозитне финансијске институције

Недепозитне финансијске институције до средстава не долазе прикупљањем депозита, већ на друге начине. Могу се поделити на: уговорне финансијске институције, инвестиционе фондове и остале финансијске институције.

Уговорне финансијске институције до средства долазе на уговорној основи, преко периодичних уплата, у одређеним временским интервалима. У ове институције спадају:

- **осигуравајуће организације** - финансијске институције које за утврђену накнаду обезбеђују исплату уговорене суме, уколико се деси одређени случај. Преко осигурања обезбеђује се трансфер ризика чије би испољавање имало негативне последице за корисника осигурања. То се постиже дистрибуцијом ризика на

већи број носилаца ризика. У питању су интермедијарне финансијске институције, које креирају и продају своје обавезе у облику полиса животног осигурања и неживотног осигурања, односно осигурања од разних врста ризика, и тиме прикупљају финансијску штедњу коју у облику кредита дају другим финансијским институцијама, а од њих купују друге финансијске инструменте

- **пензиони фондови** - обезбеђују појединцима сигурност и стабилност прихода после завршетка радног века. Креирајући обавезу исплате пензија, ови фондови прикупљају финансијску штедњу, коју на разне начине трансферишу до дефицитних економских јединица. Пензиони фондови располажу знатним финансијским средствима до којих долазе из уплата доприноса запослених и послодаваца, као и инвестирањем у хартије од вредности

Инвестициони фондови су професионално вођене финансијске институције које мобилишу капитал више појединаца, ради улагања у хартије од вредности различитих емитената. Оне служе интересима појединаца, а до средстава долазе продајом акција или удела. Ова средства инвестирају у различите облике финансијске активе. Инвестициони фондови имају посебан облик пасиве, јер је она скоро у целини састављена од акција инвеститора.

Остале финансијске институције су институције које се налазе у простору између власника финансијске штедње и њених крајњих корисника. Међу њих спадају и финансијске компаније које до средстава долазе емисијом својих хартија од вредности, или узимањем кредита од комерцијалних банака²¹.

Ове компаније средства инвестирају у обвезнице и акције предузећа, а могу их користити и за кредитирање предузећа и физичких лица. Финансијске компаније најчешће емитују комерцијалне записе, или друге инструменте дуга.

²¹ Sholtens, B. (2000). Financial regulation and financial system architecture in Central Europe, Journal of banking & finance 24. Elsevier.

4. Берзе

Берзе су самосталне и специфичне институције. Дефинишу се као организовани простор, и у физичком, и у правном смислу, на коме се по строго утврђеним правилима тргује (купује и продаје) хартијама од вредности, новцем и страним средствима плаћања. Берзе у промет не уносе своје хартије од вредности, нити их купују, ни продају.

Предмет трговине на берзи треба да буде типизиран и стандардизован, како би био лако заменљив, а трговина њиме једноставна, брза и ефикасна. Предмет трговине не мора бити на месту на коме се тргује. Правила на берзама су настала из обичајног трговинског права.

Ова правила имају двоструку функцију и то да:

- обезбеђују стандардизацију предмета трговине, и самих правила трговине и
- пружају заштиту учесницима у трговини.

Правила трговине уређују начин рада берзанских служби, кодификована су, и сврстана у зборнике под различитим називима. На берзама се остварује купопродаја власничких и дугорочних дужничких хартија од вредности. То значи да оне сарађују са тржиштем капитала, и то секундарним.

Изворни власници финансијске штедње не учествују у раду берзи, пошто на њима нема примарне купопордаје. Непосредни учесници на берзи нису крајњи корисници финансијске штедње. Уместо њих берзански посредници (банке и друге финансијске организације), преко овлашћених учесника купују финансијске инструменте и на тај начин продају новац.

Берзе су дужне да у свом пословању обезбеде:

- законито обављање трговине,
- заштиту интереса учесника на берзи,
- поштовање правила и стандарда берзе који се односе на понашање учесника,

- информације за јавност о свим чињеницама значајним за рад берзе.

Берзе се организују по систему концентричних кругова, чији центар чини сама берза са својим службама. Око центра се налази круг овлашћених посредника и само они имају право да закључују послове на берзи, а сви други који желе да тргују морају то чинити преко њих. Са сваким наредним кругом опада степен овлашћења у односу на берзанску трговину.

Савремене берзе се регулишу како сопственом, тако и државном регулативом, па се због тога њихова улога огледа у стабилизовању и уједначавању тржишних токова.

Берзе се најчешће организују као акционарска друштва. Уз акционаре, значајно место имају чланови берзе (члан берзе има право да користи слободан берзански простор и расположиву берзанску опрему). Берза је настала на поверењу и на тежњи ка сигурности. Она не сме да функционише без изграђеног елементарног поверења међу учесницима на њој, и без основне сигурности да ће преузете обавезе бити испуњене.

Полазећи од врсте берзанског материјала, берзе се могу поделити на:

- **Робне (продуктне) берзе** - на њима се тргује разним врстама роба (жито, кромпир, месо, кафа, нафта), и услуга (транспортне услуге у прекоморском и ваздушном транспорту)
- **Финансијске берзе** - које могу бити:
 - ❖ **универзалне** - на њима се тргује хартијама од вредности, најчешће онима које представљају финансијске инструменте на тржишту капитала, али није искључено ни трговање краткотрајним хартијама, новцем, девизама, финансијским дериватима и златом.
 - ❖ **специјализоване** - тргује се само одређеним берзанским материјалом. Ове берзе могу бити и берзе ефеката (ако се на њима купују и продају само дугорочне хартије од вредности, девизне берзе, берзе злата и племенитих метала).

Берзанско пословање

Под берзанским пословањем подразумева се:

- регистрација тржишног материјала којим се тргује на берзи,
- утврђивање каматних стопа, курсева, односно цена тржишног материјала којим се тргује на берзи,
- трговина тржишним материјалом,
- извршавање обавеза учесника на берзи по пословима закљученим на берзи и
- јавно објављивање података о пословању на берзи.

На **финансијској берзи** може се трговати:

- жиралним новцем, меницама, чековима, девизама, краткорочним хартијама од вредности, као и златом, и другим племенитим металима,
- хартијама од вредности које гласе на страну валуту,
- финансијским дериватима.

На **робној берзи** може се трговати:

- робом и
- финансијским дериватима.

Трговина на берзи може се обављати:

- **промтно** (подразумева извршавање купопродајних обавеза одмах, а најкасније у року од пет дана),
- **термински** (подразумева се извршавање купопродајних обавеза у року дужем од пет дана).

Берзанским актима уређују се начин и услови трговине, трговачки стандарди и трговачка документа. Берза је дужна да организује информациони систем, преко кога се обавештава јавност о:

- обиму понуде и тражње на берзи,
- обиму закључених послова на берзи по врсти тржишног материјала,
- почетној, средњој и закључној цени појединачног тржишног материјала,
- котацијама на берзи,
- тржишном материјалу којим се тргује на берзи,
- другим подацима који су значајни за рад берзе.

Берзански циклус

Циклус трговине на берзи садржи три основне фазе:

Прва фаза се одвија ван берзе, и у њој се успоставља однос између инвеститора и берзанског посредника - члана берзе. То се постиже отварањем рачуна хартија од вредности и рачуна новчаних средстава будућег инвеститора код берзанског посредника, као и давањем налога за куповину или продају одређеног финансијског инструмента. У савременим условима инвеститор користи рачун хартија од вредности код берзанског посредника. Налог представља инструкцију берзанског посредника да прода или купи одређени финансијски инструмент.

У **другој фази** долази до реализације налога, односно врши се куповина или продаја финансијског инструмента на берзи. Такође, утврђује се и цена (курс) тог инструмента. Финансијски инструмент којим се тргује на берзи мора бити примљен на берзи. Тај пријем се зове листинг. Формирање цене по којој се продају или купују финансијски инструменти назива се котација. Берзанске котације садрже званичне цене финансијске активе. Оне се објављују дневно, по завршетку берзанског састанка. Цене се дају по врстама финансијске активе, и објављују се у финансијској штампи и посебним берзанским билтенима.

Котација акција на берзи значи да је одређено предузеће добило одобрење да своје акције пласира као предузеће на листингу. Овим се предузећу омогућује прикупљање додатног капитала (берза објављује листинг предузећа чије се акције могу купити на њој).

Трговина дугорочним финансијским инструментима који нису примљени у листинг на берзи (зато што емитенти не испуњавају критеријуме берзе, или не желе котацију), врши се на шалтерском тржишту, које је специјализовано за ту трговину. Функцију шалтерског тржишта врши мрежа дилера и брокера повезаних комуникационим линијама.

У **трећој фази** врши се обрачун, односно салдирање и плаћање извршене куповине или продаје, као и пренос хартија од вредности и новчаних средстава на одговарајуће рачуне код берзанских посредника. У овој фази се врше разне књиговодствене операције, различитог степена аутоматизације, чији је крајњи резултат регистрација трансфера власништва.

Обрачун берзанских трансакција обухвата процес упоређивања и потврде закључених купопродајних операција на тржишту, и њихово извршење кроз трансфер финансијских средстава на продавца.

У савременим условима постоје посебне институције које врше обрачун и извршење трансакције (клириншке и депо институције). Оне се користе предностима салдирања међусобних обавеза учесника у трговини, и трансферу салда хартија од вредности. Специјализована финансијска штампа објављује берзанске анализе, које садрже податке који могу користити инвеститорима за доношење инвестиционих одлука.

Берзанске операције

На берзама се обављају разноврсне операције помоћу којих се постижу различити циљеви. **Једне**, утичу на формирање цена финансијских инструмената којима се тргује на берзи, **друге**, имају шпекулативни карактер, **треће**, представљају манипулације на берзи, а **четврте**, доводе до берзанских криза.

Цене финансијских инструмената које се формирају на берзи, пружају инвеститорима информације о преносу финансијских инструмената које поседују или намеравају да купе, о релативном односу са другим инструментима, као и о очекиваним кретањима цена. Предвиђање тржишних кретања може инвеститорима да омогући остваривање већег добитка.

Шпекулација постоји када инвеститор преузима ризик који је прекомеран, са становишта нормалног инвестирања. Шпекулант се излаже могућем негативном тржишном приносу, и користи разлике у цени истог финансијског инструмента у различитим временским периодима. Насупрот шпекулације, арбитража представља коришћење разлике у цени финансијског инструмента, ради стицања профита. Та разлика у цени постоји симултано на два различита тржишта (код арбитраже не постоји ризик).

На берзи се могу организовати трансакције инвеститора или берзанског посредника, које имају за циљ непосредан утицај на понуду и тражњу, или цену финансијских инструмената, насупрот деловања законитости тржишта. Ове активности се називају манипулацијама на берзи. Прописи на берзи их забрањују.

На берзама се испољавају одређене законитости кретања која су последица активности свих учесника на берзи. Кретање на берзи се испољава кроз посебне циклусе пада и раста цена, што нарочито долази до изражаја у периодима берзанских криза, које су праћене наглим сломом цена свих финансијских инструмената. Берзанске кризе одлазе изненада, а њихове последице су високи губици инвеститора.

Берзански посредници

Берзански посредници су значајна група учесника на финансијским тржиштима. Они не креирају своје финансијске инструменте, већ посредују између осталих учесника на финансијским тржиштима, чиме доприносе лакшем одвијању финансијских токова.

Берзански посредници се морају регистровати код надлежних државних органа. Морају поседовати дозволу за рад коју издају

надлежни органи. Берзе прописују услове под којима финансијски посредници могу бити чланови берзе. Поред дилера и брокера, улогу берзанских посредника могу вршити и банке и друге финансијске институције, као и осигуравајућа друштва.

Берзански посредници се могу поделити у две групе:

- **Брокери**, који представљају лица која у пословању на берзи посредују између купаца и продаваца финансијских инструмената, и за своје услуге узимају провизију. Брокер није власник финансијских инструмената којима се тргује. Он се може специјализовати само за послове са поједином врстом хартија од вредности, и тада има улогу агента. Брокер обавља послове у туђе име и за туђ рачун, уз наплату брокерске провизије.
- **Дилери**, који представљају лица која купују и продају финансијске инструменте, у своје име и за свој рачун. Они не раде за провизију, већ зараду остварују из свог пословања. Дилер посредује у трговини финансијским инструментима, али уједно је и власник финансијских инструмената којима се тргује. Он купује и продаје финансијске инструменте, са циљем да оствари профит на разлици у цени, а често обавља и послове брокера.

Већина берзанских посредника истовремено врши и брокерске и дилерске послове, па се у већини случајева називају брокерско-дилерска друштва.

Брокерско-дилерска друштва врше следеће услуге осталим учесницима на финансијским тржиштима:

- пружање услуга куповине и продаје свих финансијских инструмената на свим врстама финансијских тржишта,
- пружање могућности краткорочног кредитирања преко својих кредитних агенција,
- чување хартија од вредности у посебним сефовима, чиме се спречава могућност њиховог нестајања или оштећења,
- пружање саветодавних, консултантских и других услуга.

ПИТАЊА ЗА ПРОВЕРУ ЗНАЊА:**II Финансијска тржишта и финансијске институције**

1. Шта подразумевамо под појмом финансијских тржишта?
2. Шта карактерише савремена финансијска тржишта?
3. Које су основне врсте финансијских тржишта?
4. Како можемо дефинисати тржиште новца?
5. Како можемо дефинисати тржиште капитала?
6. Како можемо дефинисати девизно тржиште?
7. Како се могу класификовати финансијске институције?
8. Значај и улога Централне банке.
9. Значај и улога депозитних финансијских институција.
10. Значај и улога недепозитних финансијских институција.
11. Берзе.

III

КОРПОРАТИВНО ФИНАНСИРАЊЕ ПРЕДУЗЕЋА

III КОРПОРАТИВНО ФИНАНСИРАЊЕ ПРЕДУЗЕЋА

Да би донео зараду новац се мора уложити. Уколико се новац не уложи, настаје трошак који је једнак пропуштеном приносу који се могао остварити његовим улагањем. Финансирање представља динамички процес који обухвата: прибављање новца, улагање новца, враћање новца и усклађивање извора финансирања са улагањима.

Финансијски менаџмент не може у потпуности да предвиди будуће пословање предузећа, па зато предузеће формира и држи сигурносну резерву солвентности, којом обезбеђује сигурност са аспекта солвентности предузећа. Ова резерва се ствара помоћу позитивног финансијског резултата, позитивне билансне равнотеже и позитивног нето новчаног тока. За обезбеђење сталне солвентности предузећа није довољно само да се постигне и одржава позитивна билансна неравнотежа, већ је потребно и да се оствари позитиван финансијски резултат, нарочито са аспекта солвентности и рентабилности. Већи позитивни финансијски резултат омогућује и веће задржавање добитка у предузећу, чиме се побољшава дугорочна финансијска равнотежа и повећава основни капитал. Задржавањем добитка повећава се способност дугорочног финансирања, а смањује стопа задужености, чиме се стварају услови за осигурање солвентности. Када предузеће оствари укупне приходе, који су једнаки укупним расходима, онда је остварило неутралан финансијски резултат. Када предузеће оствари укупне приходе који су мањи од укупних расхода, онда оно остварује негативан финансијски резултат (губитак). Овакво стање по правилу проузрокује несолвентност, зато што предузеће са наплаћеним приходима не може да покрије све расходе.

1. Појам финансирања предузећа

Финансирање представља динамички процес који обухвата:

- прибављање новца,
- улагање новца,
- враћање новца и
- усклађивање извора финансирања са улагањима.

Обезбеђивање новца за текуће и развојне потребе предузећа, захтева успостављање финансијских односа са унутрашњим и спољашњим изворима финансирања.

Обезбеђење новца је основна компонента финансирања, али се процес финансирања не завршава њиме, већ се наставља у другим фазама финансирања (улагањем и враћањем новца). Новац се обезбеђује да би се омогућило његово улагање у материјалну, финансијску и другу имовину. На овај начин новац се привремено имобилише, трансформише и везује у различите облике основних и обртних средстава. У фази враћања новца, уложена средства се ослобађају из кружног тока пословања, и поново се улажу са потребама предузећа.

У пословању предузећа непрекидно се догађају промене у имовини и изворима финансирања. Ове промене треба обликовати, и вршити усклађивање извора финансирања у пасиви, са улагањима у активи, по обиму, и року. У овом процесу усклађују се рокови везивања новца, са роком расположивости одговарајућих извора.

Циљ је остварити усклађеност рокова извора и улагања, што треба да доведе до синхронизације новчаних примања и издатака ради обезбеђења солвентности предузећа.

Да би предузеће могло да започне процес репродукције, мора се обезбедити одређена количина новца. Тим новцем, менаџмент у набавци, обезбеђује потребна средства за рад (пословни простор, машине), предмете рада (сировине и материјал), радну снагу и друго. Затим, производни менаџмент организује производњу, да би на крају продајни менаџмент продавао произведену робу и наплаћивао

потраживања од купаца. Овим се завршава кружни ток процеса репродукције, а уложени новац се ослобађа и користи за финансирање новог циклуса репродукције.

2. Начела финансирања

Начело сигурности финансирања захтева да се финансирају они пословни подухвати из којих ће се уложени новац сигурно вратити. Ово начело захтева да се финансирају они пословни подухвати код којих је степен ризика најмањи²².

Када предузеће улаже новчана средства у сопствене пословне активности, то је скопчано са ризиком остварења негативног финансијског резултата. Ризик пословања са негативним финансијским резултатом расте у условима пада производње и продаје, и пада продајних цена. Тада се ризик од губитка може умањити смањењем фиксних трошкова финансирања (камата), и амортизације, као и јачањем сопствених извора финансирања.

Када предузеће улаже у туђе пословне активности, сусреће се са ризиком немогућности наплате потраживања, како краткорочних (потраживања од купаца, потраживања од улагања у краткорочне хартије од вредности), тако и дугорочних (потраживања по датим дугорочним кредитима, купљеним акцијама и дугорочним обвезницама). Због тога, предузеће треба да спречи настанак ненаплативих потраживања, а то може учинити претходном анализом и оценом бонитета и кредитне способности потенцијалних дужника. Ово начело обухвата и заштиту поверилаца предузећа од ризика немогућности наплате њихових потраживања.

Повећањем сопственог капитала предузеће увећава и сигурност поверилаца, јер је мањи ризик за повериоца да улаже у предузеће које има већи сопствени капитал. Повериоци су заштићени све док губитак предузећа не пређе висину сопственог капитала.

Међутим, ако се то догоди, тада је предузеће изгубило и део

²² Тасић, Т. (1999). Пословне финансије. Лесковац: Виша економска школа.

позајмљеног капитала у висини разлике између губитка и сопственог капитала, у ком износу повериоци неће моћи да наплате своја потраживања.

Начело стабилности финансирања представља способност стабилног финансирања предузећа, што обухвата способност предузећа да из сопствених извора, финансира просту репродукцију, а да из сопствених и позајмљених извора, финансира проширену репродукцију, односно развој, и да при том, учешћем сопственог капитала сведе ризик на минимум.

Стабилност финансирања мери се помоћу следећег коефицијента:

$$\begin{aligned} \text{Коефицијент стабилности финансирања} &= \frac{\text{дугорочна имовина}}{\text{дугорочни извори}} \\ &= \frac{10.000}{12.000} = 0,83 \end{aligned}$$

Предузеће треба да тежи да има коефицијент стабилности финансирања мањи од 1, јер тада основна средства (дугорочна имовина) финансира из дугорочних извора (сопствених и туђих), али из тих извора финансира и један део обртних средстава (краткорочну имовину). На овај начин се одржава солвентност, јер је дугорочна финансијска равнотежа у билансу померена према дугорочним изворима.

Ово начело захтева јачање сопственог капитала. Када је већи удео сопственог капитала у укупном капиталу, предузеће има већу финансијску стабилност, пошто је тај капитал дугорочно расположив и не враћа се никоме. Акционарско друштво ствара сопствени капитал емисијом акција и задржавањем добитка. На овај начин предузеће повећава основни капитал и финансијску стабилност.

Начело ликвидности финансирања се може посматрати у ширем и ужем смислу. У ширем смислу, ликвидност представља способност претварања делова имовине из једног облика у други (способност циркулисања имовине, пре свега обртних средстава)²³. У том смислу

²³ Кулић, М. (2004). Финансијски менаџмент: Београд: Мегатренд универзитет

предузеће је ликвидно ако у њему имовина има неометан кружни ток, а неликвидно ако у њему имовина споро тече или тече са прекидима. Ликвидност се може посматрати и на нивоу целе привреде²⁴. Привреда је ликвидна ако се у њој неометано одвијају новчани и робни токови.

Ликвидност предузећа мери се коефицијентом обртања укупне краткорочне имовине и појединих делова имовине, или бројем дана везивања.

Финансијски учинак

$$\begin{aligned} \text{Коефицијент обртања краткорочне имовине} &= \frac{\text{Краткорочне имовине}}{\text{Краткорочна имовина}} \\ &= \frac{100.000}{10.000} = 10 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Број дана везивања краткорочне имовине} &= \frac{365}{\text{Коефицијент обртања}} \\ &= \frac{365}{10} = 36,5 \text{ дана} \end{aligned}$$

Ликвидност предузећа је већа уколико је коефицијент обртања краткорочне имовине већи, и обрнуто.

Ликвидност у ужем смислу означава способност неновчане имовине да се претвори у новац (способност уновчивости имовине). По томе, најликвиднија је краткорочна имовина (обртна средства). Новац је увек ликвидан, јер је већ у готовинском облику, а ликвидне су и краткорочне хартије од вредности, ако се могу брзо продати без умањење продајне цене. Ако се потраживања од купаца могу брзо наплатити, онда су и она ликвидна. Ликвидност залиха (сировина, материјала, готових производа, недовршених производа), је мања у односу на новац, краткорочне хартије од вредности и наплатива потраживања од купаца.

примењених наука.

²⁴ Вуњак, Н. (2008). Финансијски менаџмент-Пословне финансије, Суботица: Економски факултет.

Имовина предузећа се може груписати према степену ликвидности:

- Имовина првог степена ликвидности, где спадају готовина у благајни, потраживања по виђењу на депозитним рачунима, и хартије од вредности, које су одмах уновчиве,
- Имовина другог степена ликвидности, где спадају хартије од вредности које су уновчиве до 30 дана, и потраживања од купаца наплатива за 30 дана,
- Имовина трећег степена ликвидности, где спада сва остала краткорочна имовина, као што су краткорочна потраживања наплатива преко 30 дана, и залихе. Залихе готових производа су ликвидније од залиха сировина и материјала.
- Када предузеће располаже у већој мери имовином првог и другог степена ликвидности, тада је оно ликвидније, пошто се та имовина може брзо претворити у новац.

У циљу побољшања ликвидности, предузеће је некада принуђено да уновчава поједине делове имовине, уз проузроковање губитака вредности имовине. Ово се догађа када се врши:

- наплата потраживања од купаца уз каса-сконто
- продаја акција по цени нижој од набавне
- продаја хартија од вредности уз есконт
- продаја производа по цени нижој од већ постигнуте

Овакве трансакције су прихватљиве, само под условом да се њима спречава неликвидност, и да се омогућава нормално пословање, под условом да губитак није велики.

Начело солвентности представља способност плаћања свих обавеза у року њиховог доспећа. Уколико предузеће није способно да плаћа обавезе у року доспећа, оно је несолвентно.

$$\text{Коефицијент солвентности} = \frac{\text{Расположиви новац}}{\text{Доспеле обавезе}} = \frac{110.000}{100.000} = 1,1$$

Када је коефицијент солвентности 1 или већи од 1, онда је предузеће тог дана солвентно. Несолвентност се ланчано шири и преноси на друга предузећа када дужници не плаћају обавезе повериоцима. Ова спирала несолвентности, и опште неспособности плаћања, може да захвати целокупну привреду.

Начела ликвидности и солвентности су међусобно условљена. Ликвидност условљава солвентност, а неликвидност може да проузрокује несолвентност. Такође, предузеће може бити инсолвентно и када има велику ликвидну имовину, али му недостаје новац за плаћање.

Начело рентабилности - представља способност да се остваре што већи финансијски резултати са што мањим улагањима. То је способност зарађивања. Предузеће послује рентабилно када постиже позитиван финансијски резултат. Рентабилност се може мерити преко стопе приноса сопственог капитала, и преко стопе приноса укупног капитала:

$$\begin{aligned} \text{Стопа приноса сопственог капитала} \\ = \frac{\text{Нето финансијски резултат}}{\text{Сопствени капитал}} \times 100 = \frac{300.000}{1.000.000} = 30\% \end{aligned}$$

Ова стопа показује рентабилност сопственог капитала, и преко ње се израчунава степен приноса сопственог капитала. Када је ова стопа 30%, онда то значи да је у посматраном периоду предузеће на сваких 100 динара уложеног капитала остварило зараду, као нето добитак 30 динара.

$$\begin{aligned} \text{Стопа приноса укупног капитала} &= \frac{\text{Брутофинансијски резултат}}{\text{Укупан капитал}} \times 100 \\ &= \frac{100.000}{1.000.000} \times 100 = 10\% \end{aligned}$$

Овом стопом мери се рентабилност укупног капитала (сопственог и туђег). Њоме се мери степен оплодње финансирања из укупног капитала. Ово начело упућује да се новчана средства улажу у послове, у којима ће се највише оплодити. Предузеће треба да тежи, да му трошак

финансирања из позајмљеног капитала буде нижи од стопе приноса на укупан капитал. Што је нижи трошак финансирања из туђег капитала, то је виши бруто финансијски резултат.

Начело рентабилности произилази из циља предузећа, који се испољава у захтеву за максимализацију резултата, на дужи рок.

Начело флексибилности означава способност предузећа да се прилагођава различитим условима финансирања.

У вези са овим начелом нарочито су значајни:

- способност предузећа да прибавља додатни капитал
- способност предузећа да пре времена отплаћује дугове

Способност предузећа да прибавља додатни капитал – Предузеће треба да развије способност да прибавља додатни новац из сопствених и туђих извора финансирања. Сопствени извори се обезбеђују емисијом акција, улозима, задржавањем добитка из финансијског резултата, и не повећавају додатне трошкове финансирања. Туђи дугорочни извори обезбеђују се емисијом обвезница, дугорочним кредитима, итд., и повећавају каматне трошкове, чиме се смањује финансијски резултат и рентабилност. Повећавају се директни трошкови финансирања.

Начело флексибилности обухвата и способност обезбеђења новца краткорочним задуживањем, путем краткорочних кредита, емисијом краткорочних хартија од вредности и др. Флексибилност је условљена кредитном способношћу предузећа, и његовим бонитетом. Предузеће које има добру кредитну способност и добар бонитет, има и добру флексибилност.

Способност предузећа да пре времена отплаћује дугове - Предузеће треба да развије и способност да пре времена отплати дуг. Када предузеће располаже вишком новца, не треба да плаћа камате на новац који потиче из задужења, јер те камате смањују финансијски резултат и рентабилност. Начело флексибилности налаже да се пре времена отплати дуг или део дуга, и да се тиме плаћање камате сведе на прихватљиву меру. Начело флексибилности представља способност прилагођавања предузећа измењеним условима пословања, пре свега

под утицајем тржишта. Предузеће је способно да се прилагођава, ако је у стању да покрије потребе за додатним капиталом, у случају повећања обима производње или продаје, или да позајмљени капитал врати, у случају да измењени услови диктирају сужавање обима пословања.

Начело ризика финансирања - Везано за финансирање предузећа, јављају се разни ризици, од којих су најважнији:

- **Ризик од негативног финансијског резултата** - Најчешће га проузрокује пад производње и продаје, као и пад продајних цена (предузеће које има мале сталне трошкове, има и мањи ризик остварења губитака).
- **Ризик поверилаца да неће наплатити своја потраживања** - Најчешће настаје због презадужености предузећа. Када предузеће оде у ликвидацију, повериоци не могу у потпуности да наплате своја потраживања, ако је предузеће пословало са губитком који је већи од сопственог капитала.

Начело повољне слике финансирања – Биланс предузећа даје слику његове финансијске ситуације. На основу тога, оцењују се бонитет и атрактивност улагања у такво предузеће.

Зависно од тога, да ли ће ова слика на јавност оставити позитиван или негативан утисак, то ће утицати на пословне односе других субјеката са тим предузећем. Од тога зависе будуће финансије предузећа, као и његов раст и развој. Зато је интерес финансијског менаџмента у предузећу, да се у јавности створи што повољнија слика о његовој финансијској ситуацији.

Са овог аспекта, најважнији подаци су они, који говоре о:

- структури капитала са аспекта власништва
- односу краткорочног и дугорочног финансирања
- односу имовине и дугова
- односу краткорочне имовине и краткорочних обавеза

Ако предузеће има повољнију слику финансирања, онда су му повољније и шансе у будућности.

Начело независности финансирања – Ово начело представља захтев да се осигура прихватљива независност предузећа, у финансирању и вођењу пословне политике. Скоро свако предузеће је приморано да поред сопствених, користи и туђе изворе финансирања. На овај начин предузеће постаје зависно од тих извора, при чему повећав ризик губљења независности и слободе одлучивања. Ово начело је израз тежње предузећа да се заштити од природног настојања поверилаца да корисницима њиховог капитала наметну услове, који одговарају њиховој финансијској политици.

Независност предузећа од финансијских тржишта и поверилаца се повећава са повећањем удела сопственог капитала, и смањењем удела туђег капитала у финансирању.

При задуживању, предузеће мора рачунати и на то да ће повериоци захтевати обезбеђење свог потраживања, најчешће залагањем имовине предузећа (нпр. код хипотекарног и ломбардног кредита). Тиме предузеће сужава своја права над деловима своје имовине која је заложена, јер се таква имовина не може отуђити све док се према повериоцима не испуни обавеза. Предузеће је зависно и од добављача. Зависност је већа када се предузећа ослања на мањи број добављача.

На степен независности предузећа утиче и рентабилност предузећа, као и политика расподеле оствареног нето финансијског резултата. Када предузеће не може повећати свој сопствени капитал емисијом акција, због недовољне рентабилности, недовољног нето добитка и негативних услова за емисију акција, тада је оно зависно од финансирања из туђих извора.

Независност у вођењу финансијске и пословне политике предузећа, и слобода одлучивања, уско су повезани са остваривањем свих начела финансирања. Повериоци немају разлога да се мешају у финансијску и пословну политику предузећа, све док предузеће у свом пословању спроводи сва начела финансирања.

3. Правила финансирања

3.1. Хоризонтална правила финансирања

Хоризонтална правила финансирања показују какав однос треба да буде између појединих делова активе (имовине), и појединих делова пасиве (извора), да би се постигла и одржавала солвентност и рентабилност предузећа. Међу овим правилима најважнија су: златно банкарско правило и златна билансна правила.

Златно банкарско правило - Према овом правилу банке треба своје краткорочне депозите (депозите по виђењу), да користе за краткорочне пласмане (краткорочне кредите), а да дугорочне депозите (орочене), користе за дугорочне пласмане (дугорочне кредите). Успостављањем паралелног односа између рокова расположивости извора и рокова пласмана новца, осигурава се солвентност и рентабилност банке. Ипак, банке се не придржавају увек овог правила, па често обављају рочну трансформацију средстава, тако да се један део дугорочних депозита користи за краткорочне пласмане, као и део краткорочних депозита за дугорочне пласмане. Када банка одступи од овог правила, и део краткорочних депозита пласира на дуги рок, а да при томе не наруши своју солвентност и рентабилност, она има могућност:

- **Обнављања краткорочних депозита** - Депозити по виђењу (штедни улози по виђењу грађана, средства на жиро рачуну предузећа по виђењу) се свакодневно обнављају. Једни улажу новац, док други подижу.
- **Таложења новца** - Према закону вероватноће, све штедише и сва предузећа неће у исто време из банке повући своје депозите по виђењу. Ово се може догодити у неким ванредним околностима, али у редовним ситуацијама у банкама увек постоји део новца који је стално присутан. Пошто је овај део депозита по виђењу стално присутан, он је дугорочно расположив, и може се употребити за дугорочне пласмане.

- Повезивања комитената банке - Интерес банке је да су јој комитенти међусобно пословно повезани. Када два предузећа, која су комитенти исте банке, врше међусобна плаћања, тада новац прелази са рачуна једног предузећа на рачун другог, али све у оквиру исте банке. Међутим, када комитент једне банке врши плаћање комитенту друге банке, тада новац излази из те банке и постаје финансијски потенцијал комитента друге банке.
- Међубанкарског кредитирања - Ако банка због претеране рочне трансформације постане несолвентна, тада користи кредите других банака.

Златно банкарско правило се примењује и у предузећима која, за разлику од банака, немају депозите, већ имају краткорочне и дугорочне изворе финансирања. Према златном банкарском правилу, предузећа своје краткорочне изворе треба да користе за улагања у краткорочну имовину (обртна средства), а да дугорочне изворе користе за улагања у дугорочну имовину (основна средства).

Златна билансна правила – Ово правило се може посматрати у ужем (дугорочна улагања у активу, осим улагања у сталну краткорочну и сталну обртну имовину, треба финансирати из дугорочних извора финансирања), и ширем смислу (дугорочно везану имовину, укључујући и улагања у сталну обртну имовину, треба финансирати из дугорочних сопствених и туђих извора).

3.2. Вертикална правила финансирања

Вертикална правила финансирања одређују какав треба да буде однос појединих делова пасиве, извора финансирања по пореклу (сопствени и туђи), и по расположивости извора (краткорочни и дугорочни). Вертикална правила финансирања теже да се кроз структуру капитала обезбеди рентабилност, сигурност, независности и еластичност финансирања.

Однос сопствених и туђих извора финансирања (Правило 1:1) - У тржишној привреди тешко је обезбедити да се предузећа у потпуности финансирају из сопствених извора, јер би се у том случају успорио

његов развој. Био би потребан дуг временски период да се обезбеде новчана средства из финансијског резултата, за улагања у инвестиције. Пошто је финансирање из туђих извора неминовност за предузеће, поставља се питање колико највише треба да буде удео туђих извора.

У теорији и пракси финансирања сматра се, да однос сопствених и туђих извора треба да буде 1:1.

Поштовањем овог правила обезбеђује се:

- Сигурност повратка капитала повериоцима - Ако се предузеће придржава правила 1:1, сматра се да ће моћи да исплати све своје обавезе, па и у случају стечаја и ликвидације, све док вредност његове активе на тржишту не падне испод 50% исказане вредности у билансу (код оваквог односа сваки динар дуга у пасиви покривен је са два динара имовине у активи). Када се имовина у активи финансира 50% из сопствених извора и 50% из туђих извора, тада на један динар уложеног туђег капитала долазе два динара имовине. И поред примене овог правила, предузеће неће моћи да исплати све своје обавезе ако оствари губитак који је већи од сопственог капитала.
- Прихватљивост трошкова финансирања - Правило 1:1 осигурава прихватљиве трошкове финансирања позајмљеним капиталом. У том случају трошкови који се односе на плаћање камата, нижи су него када би се туђи извори повећали нпр. на 60%. Нижи трошкови финансирања побољшавају финансијски резултат и рентабилност.
- Независност предузећа у вођењу пословне политике - Повериоци су заинтересовани да наплате своја потраживања, због чега могу да утичу на вођење пословне политике предузећа, што смањује његову независност, јер га ограничавају. Када се предузеће финансира по правилу 1:1, тада је оно равноправно са повериоцима у погледу креирања и вођења пословне политике, зато што улаже онолико капитала колико и повериоци.
- Финансијска прилагодљивост - Примена правила 1:1, задржава финансијску прилагодљивост предузећа, у погледу прибављања

капитала. Померање структуре финансирања ка већој задужености од 50%, смањује кредитну способност предузећа. У случају погоршане структуре финансирања предузеће је принуђено да прихвата и неповољније услове кредитирања, што му отежава прибављање финансијских средстава.

Однос основног и резервног капитала - Пословање предузећа је сигурније ако оно има већи резервни капитал. Резервни капитал пружа већу сигурност повратка уложеног капитала власницима, у случају ликвидације и престанка рада предузећа.

Овај капитал у предузећу настаје распоређивањем дела оствареног нето добитка, што представља законску и статутарну обавезу.

Међу теоретичарима не постоји јединствено мишљење о томе, какав однос треба да буде између основног (сопственог) и резервног капитала, мада већина аутора сматра да тај однос треба да буде 1:1, што значи да ово правило захтева 25% резервног капитала у односу на укупан капитал предузећа (сопствени и туђи). Ово правило није наишло на ширу примену.

3.3. Остала правила финансирања

Правило финансирања 2:1 - Према овом правилу, однос краткорочне (ликвидне) имовине предузећа, и краткорочних извора финансирања (дугова), треба да буде 2:1, што значи да на свака два динара краткорочних улагања, долази један динар краткорочних извора финансирања.

Ово правило значи да предузеће једну половину краткорочне имовине треба да финансира из краткорочних извора, а другу половину из дугорочних извора.

$$\text{Однос опште ликвидности} = \frac{\text{Краткорочна имовина}}{\text{Краткорочни извори}} = \frac{2.000.000}{1.000.000} = 2$$

Правило финансирања 1:1 - Према овом правилу износ новца, краткорочних хартија од вредности и краткорочних потраживања, треба да буде једнак износу краткорочних извора финансирања. Ово правило захтева да на сваки краткорочно уложени динар (готовину, краткорочне хартије од вредности и краткорочна потраживања), долази један динар дуга. Тако је:

Краткорочни извори

$$\begin{aligned} &= \text{Новац} + \text{Краткорочне хартије од вредности} \\ &+ \text{Краткорочна потраживања} \end{aligned}$$

Правило о односу новца и краткорочних извора - Овим правилом одређује се минимални износ новца (готовине), у односу на краткорочне изворе финансирања (дугове), којима би се обезбедила солвентност предузећа. Предузеће би требало стално да држи 12-20 % готовине, од вредности краткорочних обавеза:

$$\frac{\text{Новац}}{\text{Краткорочни извори}} \times 100 = \frac{150.000}{1.000.000} \times 100 = 15\%$$

Ово правило није нашло широку примену, јер ако предузеће свакодневно држи 15% готовине у односу на краткорочне дугове, тада ће моћи те дугове да исплаћује просечно за 6,67 дана (100% : 15%). Пошто у предузећу краткорочни дугови не доспевају тако брзо, то би предузеће у овом случају било прекомерно солвентно, и имало би прекомерну резерву солвентности, што би негативно утицало на рентабилност.

4. Временска вредност новца

Временска вредност новца представља одређену везу између новчане јединице у садашњости, и те новчане јединице у будућности²⁵. Један динар у садашњости више вреди од једног динара у будућности, па и у условима када нема инфлације у том раздобљу (неки новчани износ се може уложити у садашњости, а у будућности остварити већи повраћај главнице са каматом од почетног улога).

Да би новац донео зараду он се мора уложити. Ако се не уложи, настаје трошак, који је једнак пропуштеном приносу, који се могао остварити његовим улагањем. Овај трошак се назива опортунитетним трошком.

Тешкоће у вези са одређивањем временске вредности новца настају због тога што се улагања обављају раније, а финансијски учинци очекују касније, у будућности.

Свођење будућних новчаних токова на садашњу вредност врши се методом дисконтовања. Применом овог метода, очекивани будући нето новчани токови дисконтују се, и свде на вредност која им одговара у садашњости. На овај начин се будући новчани износи свде на новчане износе који им одговарају у садашњости, множењем будуће номиналне вредности новца са вредношћу одговарајућег дисконтног фактора.

За израчунавање садашње вредности будућег новчаног износа (V_0), који ће бити исплаћен на крају (n -те) године, уз (k -ту) тражену стопу приноса, користи се следећи дисконтни фактор других финансијских таблица:

$$\text{Дисконтни фактор} = \frac{1}{(1 + k)^n}$$

Друге финансијске таблице садрже дисконтне факторе за разне комбинације каматних стопа и дисконтних раздобља.

²⁵ Горчић, Ј., Анђелковић, М. (2005). Јавне финансије, финансијско право и економија јавног сектора. Ниш: Проинком, д.о.о. Београд.

Садашња вредност будућег новчаног износа добија се множењем очекиване номиналне вредности новца у будућности, са одговарајућим дисконтним фактором из других финансијских таблица, на следећи начин:

$$V_0 = V_n \times \frac{1}{(1 + k)^n}$$

где је: V_0 – садашња вредност будућег новчаног износа,

V_n – очекивани новчани износ након n година,

k – дисконтна стопа којом се своди будућа стопа новца на садашњу вредност, тржишна стопа приноса, тржишна стопа капитализације.

Будућа вредност новца, односно вредност новца уложеног по одређеној каматној стопи у садашњости, након одређеног временског раздобља добија се по следећој формули:

$$V_n = V_0 \times (1 + k)^n$$

За одређивање будуће вредности новца користи се дисконтни фактор првих финансијских таблица. Поступак дисконтовања, односно свођења будуће вредности новца на садашњу вредност, супротан је поступку сложеног укамаћивања.

У финансијама се користе и дисконтни фактори II и IV финансијских таблица. Дисконтни фактори II финансијских таблица користе се када су новчани токови по годинама неједнаки, док се дисконтни фактори IV финансијских таблица користе када су новчани токови по годинама једнаки.

Садашња вредност неког будућег новчаног износа се смањује када се дисконтна стопа (k) повећава и обрнуто.

Из овога проистиче да када је:

- дисконтна стопа $k=0$, тада је садашња вредност једног динара једнака једном динару

- дисконтна стопа $k > 0$ и повећава се, тада садашња вредност новца опада
- дисконтна стопа тежи бесконачности, садашња вредност једног динара у будућности тежи нули

Приликом улагања новца у материјалну и финансијску имовину, треба изабрати реалну дисконтну стопу, пошто од тога зависи реалност будућних новчаних токова и њихова вредност у садашњости.

Том приликом треба применити ону дисконтну стопу испод које не би било економски оправдано инвестирати. Та стопа се назива тражена (захтевана) стопа приноса, и она означава цену уложених новчаних средстава.

5. Врсте финансирања

Постоје различите поделе финансирања, а најважније су:

- према року расположивости извора,
- према пореклу извора финансирања,
- према власништву извора финансирања.

Полазећи од рока расположивости извора, финансирање се може поделити на:

- краткорочно - извори кратко трају и расположиви су у времену до једне године, и овај вид финансирања се користи за финансирање улагања у обртна средства.
- средњерочно - извори су расположиви у раздобљу од једне до пет година, а овај облик финансирања погодан је за средњерочно улагање у основна средства, које није могуће вршити из краткорочних и дугорочних извора због неповољних услова за њихово добијање.
- дугорочно - извори су расположиви на више од пет година, и могу бити:
 - ❖ рочни (имају рок доспећа у раздобљу дужем од пет година, као

што су дугорочни кредити, емисија обвезница).

- ❖ нерочни извори (немају рок доспећа, него су трајно расположиви, као што су средства од емисије акција, задржани добитак). Ови извори чине основни капитал предузећа и користе се за финансирање улагања у основна средства.

Према свом пореклу, извори финансирања се деле на:

- унутрашње - интерне (извори које је створило само предузеће: амортизација, задржани добитак и резерве),
- спољне - екстерне (финансијски менаџмент обезбеђује изворе изван предузећа: емисија дугорочних и краткорочних хартија од вредности, узимање дугорочних и краткорочних кредита).

Према власништву извори финансирања могу бити:

- сопствени – нерочни извори (не постоји обавеза враћања акцијски капитал, улози и капитал инокосног власника)
- туђи – рочни извори (морају се вратити повериоцима у одређеном року, и користе се за финансирање краткорочних и дугорочних улагања - све краткорочне и дугорочне обавезе)

Краткорочно и дугорочно финансирање стварају различите трошкове финансирања. По правилу, трошкови финансирања су већи код дугорочног у односу на краткорочно финансирање. Што је дужи рок отплате кредита, трошак финансирања је већи, и обрнуто.

Однос краткорочног и дугорочног финансирања је оптималан када даје минималан укупни трошак финансирања предузећа. Овај однос није статичан, него је динамичан, јер се мења са променама потреба предузећа за имовином.

Финансирање обртних средстава (краткорочна имовина), из дугорочних извора, није рентабилно због висине трошкова дугорочних извора. Овакво финансирање може бити прихватљиво само на краћи рок.

Такође, ни употреба краткорочних извора за финансирање дугорочних улагања није прихватљива, посебно с аспекта солвентности.

Краткорочни извори се брже гасе од брзине повраћаја дугорочно уложеног капитала.

Полазећи од чињенице да трошкови финансирања расту с временом расположивости извора финансирања, може се констатовати да се краткорочним финансирањем обезбеђује јефтиније финансирање, због краћег периода плаћања камата и ниже каматне стопе, а да је дугорочно финансирање скупље због дужег периода плаћања камате и више каматне стопе.

Финансирање најдугорочнијих улагања

Под најдугорочнијим улагањима подразумевају се улагања у:

- Земљиште,
- Акције других предузећа и трајне улоге у друга предузећа.
- Сталну обртну имовину,
- Грађевинске објекте,
- Основно стадо и
- Покриће губитка.

Земљиште - Код улагања у земљиште врши се трајно везивање новчаних средстава. Земљиште се не амортизује, и на њега се не обрачунава, и не плаћа амортизација, тако да се ова улагања не враћају, и не претварају у новчани облик преко амортизације.

Акције других предузећа и трајне улоге у друга предузећа - Улагања у акције, као и трајни улози у друга предузећа, такође, трајно везују новчана средства. Купљене акције се не претварају у новац, осим у случају њихове продаје на секундарном тржишту капитала, када њихов продавац губи сувласништво над предузећем.

Стална обртна имовина - Стална обртна имовина представља део краткорочне имовине (обртна средства), која је стално присутна у предузећу. Под овом имовином се подразумевају:

- минималне залихе сировина и материјала (ниво залиха сировина и материјала испод кога те залихе не смеју пасти, пошто би се тада прекинуо континуитет производње или смањио обим производње),
- минималне залихе недовршених производа (ниво залиха недовршених производа испод кога те залихе не смеју пасти, осим у случају смањења обима производње и степена искоришћености капацитета), и
- минималне залихе готових производа (ниво залиха готових производа испод кога те залихе не смеју пасти, пошто би се тиме довела у питање динамика испоруке производа купцима по преузетим обавезама).

Грађевински објекти - Улагања у грађ. објекте су дугорочна улагања која се споро враћају и претварају у новчани облик преко амортизације, у одређеном временском периоду у зависности од стопе амортизације.

Основно стадо - Основно стадо обухвата вредност свих врста стоке, осим стоке у тову и промету. Основно стадо чини онај део укупног стада пољопривредног газдинства који је намењен за расплод и увећање стада, за разлику од обртног стада, које је намењено товљењу, продаји и клању, и представља по много чему специфични облик основних средстава.

Код основног стада споро се врши враћање уложеног новца, зато што оно има малу основицу за обрачун амортизације, коју чини разлика између набавне и кланичне вредности стоке на крају века коришћења.

Покриће губитка - Негативан финансијски резултат или губитак, настаје када се остваре већи расходи од прихода. Он представља смањење имовине и капитала. Губитак се покрива из дугорочних извора финансирања, чиме се надокнађује изгубљена имовина и капитал, да би се могао одвијати процес репродукције.

Извори финансирања за покриће губитка, морају бити дугорочни, јер се губитак по правилу покрива тек у наредним годинама из позитивног финансијског резултата, из резерви и из задржаног добитка. Средства којима се покрива губитак не могу се претворити у новац, нити се могу употребити за друга улагања.

Пожељно је да се наведена најдугорочнија улагања финансирају из сопствених извора, пошто се ради о трајним изворима који се не враћају. На овај начин лакше се одржава дугорочна финансијска равнотежа, као и солвентност предузећа.

Финансирање краткорочних улагања

Правила финансирања захтевају да улагања у краткорочну имовину (обртна средства), треба финансирати из краткорочних извора, пошто се та улагања враћају и претварају у новац, најкасније у року од једне године, колико трају и краткорочни извори финансирања. Један део краткорочне имовине (стална краткорочна имовина), дугорочно везује новац, и треба је финансирати из дугорочних извора. Осталу краткорочну имовину треба финансирати из краткорочних извора. Сезонске залихе се могу финансирати из краткорочних, позајмљених извора, из обавеза према добављачима и друго.

Краткорочна потраживања од купаца треба финансирати из краткорочних обавеза према добављачима. Краткорочна улагања у облику краткорочних хартија од вредности и кредитних пласмана, треба финансирати из краткорочних извора, при чему треба настојати да остварени каматни принос од тих улагања буде већи од каматног трошка за финансирање тих улагања, или барем њему једнак.

Финансирање добављачким кредитом

Добављачки кредит купац користи као краткорочни извор финансирања у периоду од дана настанка обавезе (фактурисања), до дана коначног рока плаћања. Овај кредит се може назвати и трговачким, или комерцијалним кредитом, пошто он представља узимање робе на кредит, који купац мора вратити у одређеном року. Тиме овај кредит представља краткорочни робни кредит, који

добављач одобрава купцу за купљену робу, или за извршене услуге.

Добављачки кредит је раширен облик краткорочног финансирања, јер су добављачи флексибилнији од банака приликом одобравања краткорочних кредита. Кредитне услове код овог кредита одређује добављач. Они се разликују, с обзиром на то да ли се ради о плаћању са понуђеним каса-сконтом, или без понуђеног каса-сконта (када добављач купцу не одобрава каса-сконто, купац има интерес да обавезу плати последњег дана кредитног периода).

У вези са овим кредитом поставља се питање, ко сноси трошак који настаје финансирањем на овај начин. Овај трошак мора сносити добављач, купац или обе стране. Када се ради о производима за којима је променљива потражња, добављачи избегавају да им повећавају цену, већ преузимају трошак добављачког кредита.

Када добављач нуди каса-сконто за превремено плаћање, тада купац може да бира између две могућности – или да искористи понуђени каса-сконто плаћањем обавезе у дисконтном року (тада је финансирање овим кредитом бесплатно, уколико добављач није превалио трошак каса-сконта и финансирања потраживања на купца, преко продајне цене), или да пропусти каса-сконто, и дуг исплати последњег дана у остављеном кредитном року. Тада купац сноси трошак финансирања, а у питању је опортунитетни трошак, који је настао због тога што купац није искористио могућност плаћања мање цене за купљену робу.

Финансирање овим кредитом има:

- предности (за одобравање кредита нису потребне посебне формалности, важе либералнија правила него за одобравање краткорочних банкарских кредита, добављачи одобравањем кредита повећавају продају, и тиме остварују већу корист од смањења залиха),
- недостатке (може да наступи опортунитетни трошак када купац не искористи понуђени каса-сконто, прекомерно коришћење кредита може довести предузеће до несолвентности, пошто му обавезе могу неконтролисано нарасти).

Финансирање сопственим меницама

Сопствена или трасирана меница је хартија од вредности која представља писмену обавезу издаваоца менице (трасант), да плати, на тачно утврђени датум у будућности, по нечијем налогу или доносиоцу, одређени износ новца.

Ова меница је резултат конкретне трговачке трансакције, и може се издати са роком доспећа:

- платива по виђењу,
- платива за одређени број дана од издавања и
- платива на одређени дан.

Купац потписује меницу и признаје дуг. Прималац менице, односно продавац робе, примљену меницу може:

- држати до рока доспећа и наплатити менично потраживање у номиналном износу,
- индосирати меницу и
- есконтовати меницу.

Индосирање менице представља радњу примаоца менице који њоме плаћа своју обавезу, уколико његов поверилац прихвата измирење дуга преношењем меничног потраживања на њега.

Уколико издавалац менице не плати менични износ у року доспећа, меница се протестује, и за њену исплату одговарају сви субјекти који су је индосирали.

Есконтовање (дисконтовање) менице представља радњу примаоца менице којом он продаје меницу пре рока доспећа ради прибављања готовине и решавања проблема несолвентности. Њих најчешће купују банке, инвестициони фондови, пензиони фондови и осигуравајућа друштва.

Сопствена меница нема сигурност наплате као акцептирана меница. Од кредитне способности издаваоца менице, зависи да ли ће она бити

прихваћена и есконтована. Када банка прихвати да есконтује меницу, тада она власнику менице даје есконтни кредит у висини есконтоване вредности менице.

Есконтом менице уновчавају се менична потраживања за продату робу, или извршене услуге. Купујући менично потраживање пре рока доспећа, банка кредитира њеног власника. За есконтовање менице банка наплаћује есконтну камату, која се израчунава по формули:

$$Ек = \frac{Нвм \times Екс \times Дн}{365 \times 100}$$

Где је: Ек - есконтна камата од дана есконта до дана доспећа менице

Нвм - номинална вредност менице

Екс - есконтна каматна стопа

Дн - број дана од дана есконта до дана доспећа менице

365 - број дана у години

Финансирање временским разграничењима

Међу краткорочне неосигуране изворе финансирања спадају и пасивна временска разграничења, као што су зараде и разграничени порези.

Зараде запосленима се исплаћују периодично (на пример: месечно, полумесечно и др.). У том периоду зараде се сукцесивно кумулирају као трошак пословања, и исказују као краткорочне обавезе предузећа, које су плативе по доспећу (трошак је настао у вези са зарадама, али није плаћен).

Дуже временско раздобље између исплата зарада омогућава:

- боље финансирање (предузеће ређим исплатама задржава новац и користи га за друге потребе);
- одржавање солвентности (задржани новац се може користити за измирење других доспелих обавеза);
- смањење трошкова финансирања и повећање рентабилности (користи се бесплатан извор финансирања, а задржани новац се

може улагати у пословање предузећа или пласирати на други начин ради остваривања профита),.

Финансирање разграниченим зарадама лимитирано је укупном масом задржаних зарада. Овде се у улози кредитора појављују запослени којима одговарају краћи периоди за исплату зарада.

Предузеће плаћа разне врсте пореза, као што су: порез на добит, порез на промет, порез на имовину и др. Прописима којима је уведена поједина врста пореза, одређени су рокови у којима се порез плаћа. Разграничене порезе предузеће користи као бесплатан извор краткорочног кредитирања (предузеће има већу пореску обавезу уколико остварује већу добит, па се рентабилнија предузећа више финансирају из разграничених пореза).

Овај извор финансирања није неограничен, већ је лимитиран остварењем добити, обимом промета роба и услуга, висином пореских стопа, итд. Рокови доспећа пореза утврђени су законом, па се период финансирања на овај начин не може задржавати.

Финансирање емисијом комерцијалних записа

Комерцијални запис је неосигурана утужива хартија од вредности са роком доспећа од годину дана. Емитент (издавалац) комерцијалног записа, обавезује се да ће купцу (власнику) комерцијалног записа платити износ назначен на комерцијалном запису, увећан за уговорену камату на дан доспећа.

Комерцијалне записе најчешће емитују велика предузећа са добрим бонитетом, ради прибављања краткорочних извора финансирања.

Комерцијални записи се најчешће продају преко финансијских посредника, који уз одређену провизију врше њихову продају разним инвеститорима. Емитенти могу и без посредника, вршити продају комерцијалних записа директно инвеститорима.

У којој ће мери емитент успети да прода комерцијалне записе, зависи од неколико фактора: каматне стопе коју носи комерцијални запис (она мора бити већа од каматне стопе на штедне улоге орочене до годину дана, јер уколико купцу комерцијални запис не доноси приход по оваквој каматној стопи, он неће бити мотивисан да га купи), емитенти могу своју робу продавати уз попуст, ако се она плаћа комерцијалним записима (емитенти повећавају мотивисаност потенцијалних купаца, али и сами имају додатну корист, тако да поред тога што емисијом комерцијалних записа долазе до краткорочних новчаних средстава, врше и продају своје робе и смањују залихе).

У циљу смањења ризика код улагања у комерцијалне записе емитенти могу обезбедити да исплату главнице и камате по комерцијалном запису, гарантује банка.

При емисији комерцијалних записа настају одређени трошкови, који чине:

- трошак израде елабората о оправданости емисије,
- трошак штампања и дистрибуције записа,
- каматни трошак.

Финансирање банкарским акцептним кредитом

Банкарски акцепт је врста банкарске гаранције која се даје у облику менице. Предузеће трасира меницу на банку, која врши њено акцептовање уз одређену провизију, чиме се банка обавезује да ће је у року исплатити. Ова врста меница настаје као резултат конкретних краткорочних трансакција, у којима учествује предузеће које трасира меницу на банку.

Оно мора пре рока доспећа менице да достави банци новчано покриће, да би она могла повериоцу (ремитенту) да исплати меницу у року доспећа. Предузеће може акцептовану меницу да есконтује, или да индосира.

Акцептирана меница се може есконтovati (продати) истој или другој банци, и тако добити есконтни кредит, којим предузеће обезбеђује

краткорочни извор финансирања. Предузеће може акцептовану меницу индосирати на свог повериоца, и тако са меницом непосредно платити купљену робу, или извршене услуге.

Код акцептног кредита, банка не уступа своја новчана средства, осим ако она есконтује ту меницу. Банка кориснику овог кредита ставља на располагање своју одговорност и кредибилитет на овај начин банка предузећу олакшава да дође до новца, или да индосирањем измири своје новчане обавезе).

При акцептирању менице банка не ангажује своја средства, већ само одговорно лице банке на меници ставља свој потпис. Такође, банка не ангажује своја средства ни када дође до наплате менице, пошто тада меницу банка исплаћује из средстава предузећа које је њен клијент.

Предност овог у односу на друге кредите састоји се у томе што предузеће есконтом менице одмах долази до готовог новца, а погодност за банку која је акцептирала меницу састоји се у томе, што она не ангажује сопствена средства, изузев ако сама не есконтује меницу.

Финансирање неосигураним банкарским кредитима

Неосигуране банкарске кредите предузећа користе за финансирање повећаних краткорочних потреба у обртним средствима, а посебно повећаних сезонских потраживања од купаца и залиха. У ову врсту кредита спадају:

- Кредитна линија,
- Револинг кредит,
- Трансакциони кредит.

Кредитна линија представља краткорочни кредит без покрића, који се одобрава на основу кредитне способности и бонитета предузећа. При одобравању овог кредита постиже се договор између банке и предузећа, које је комитент банке, којим се утврђује максимални износ кредита који ће банка одобрити предузећу, ако се код њега јави потреба за додатним краткорочним новчаним средствима у одређеном

временском периоду. Овим договором банка преузима обавезу да на тражење предузећа, стави на располагање уговорени износ кредита.

Кредитном линијом се обезбеђује финансирање обртних средстава у одређеном временском периоду, до годину дана. У зависности од потреба за новцем, предузеће може да повлачи и користи новчана средства у ратама, које нису унапред одређене.

Кредит се не мора у потпуности искористити, али се уговорени лимитирани износ не може прекорачити. Кредит који је искоришћен мора се вратити у уговореном року. Уз захтев за одобравање кредитне линије, предузеће подноси биланс стања и биланс успеха, као и финансијске планове са исказаним потребама за краткорочним финансијским средствима.

Револвинг кредит је краткорочни неосигурани кредит који се аутоматски продужава до максимално уговореног износа за одређени временски период. Он представља гарантовану кредитну линију, али је мање ризичан од ње, пошто расположивост и коришћење кредита гарантује банка. С обзиром на то да се аутоматски обнавља, овај кредит представља средњерочни извор финансирања.

Овај кредит прате и одређени трошкови:

- редовна камата коју предузеће плаћа за искоришћени део кредита и
- посебна провизија на просечни салдо неискоришћеног кредита, када се не искористи максимално уговорени износ кредита. Пошто се на овај кредит плаћа камата на искоришћени део кредита и провизија на просечан салдо неискоришћеног кредита, то је овај кредит скупљи од кредитне линије, али је са аспекта расположивости мање ризичан извор финансирања.

Трансакциони кредит је кредит који се одобрава за одређену пословну намену, односно трансакцију (нпр. за потребе увоза или извоза робе).

Појам краткорочног осигураног финансирања

Краткорочно осигурано финансирање је такав вид финансирања, код кога се од дужника тражи осигурање да ће кредит бити враћен у уговореном року, који је краћи од годину дана. У случају да се кредит не врати, поверилац има право да се намири из средстава која служе као осигурање. Овај облик финансирања користи се за финансирање краткорочних улагања. Пошто су ови кредити ризичнији од краткорочних неосигураних кредита, то су они од њих и скупљи.

Најчешће се као осигурање користе:

- Краткорочне хартије од вредности,
- Потраживања од купаца,
- Залихе.

Краткорочне хартије од вредности представљају комерцијални записи, благајнички записи, депозитни сертификати, и др. Када дужник у року не отплати кредит, хартије од вредности којима је кредит осигуран продају се, и тако се измирује дуг.

Кредит се осигурава залагањем хартија од вредности, при чему номинална вредност заложених хартија мора бити већа од износа кредита који се одобрава. Осигуравајућа вредност хартија од вредности као средства за осигурање кредита зависи од:

- ликвидности хартије од вредности
- рока у коме хартија од вредности доспева за наплату
- осцилација тржишне цене хартије од вредности

Што је хартија од вредности ликвиднија, то је њена осигуравајућа вредност већа. Ако је рок у коме хартија од вредности доспева за наплату приближно усклађен са роком на који је одобрен кредит, тада је вредност хартије од вредности као средства за осигурање већа за кредитора. Најчешће се кредити одобравају до 80% номиналне вредности заложених хартија од вредности.

Потраживања од купаца су после новца најликвиднија средства предузећа, јер се она могу у кратком року претворити у новац. Брзина којом се потраживања од купаца могу претворити у новац зависи од

солвентности дужника. Уобичајено је да се краткорочни кредити одобравају у висини од 50 до 80% од процењене тржишне вредности краткорочних потраживања.

Залихе су ликвидна имовина, што нарочито важи за залихе готових производа. Вредност залиха, као средства за осигурање кредита, зависе од квалитета залиха, њихове трајности и ликвидности, као и од стабилности њихових продајних цена и трошкова њихове продаје.

Финансирање путем факторинга

Факторинг представља продају краткорочних потраживања од стране предузећа, пре њиховог доспећа. Ова потраживања купују фактори или факторинг организације. То су најчешће банке, а могу бити и предузећа.

Факторинг организација уз накнаду купује потраживања пре њиховог доспећа, преузима послове наплате и ризик наплате потраживања. Предности финансирања на овај начин за предузеће су:

- убрзан прилив новца и олакшано одржавање солвентности
- смањење трошкова наплате потраживања
- преношење ризика наплате на факторинг организацију

Предузеће продајом својих потраживања пре рока доспећа, ослобађа новчана средства која су везана у потраживањима, и може их употребити за финансирање других потреба.

Велики недостатак финансирања путем факторинга је у томе, што је реч о скупом начину финансирања, због чега га предузећа користе онда, када на други начин не могу да обезбеде новац.

Ломбардни кредит

Ломбардни кредит је краткорочни осигурани банкарски кредит, који се одобрава на основу залагања покретне имовине, која служи као гаранција да ће кредит бити враћен. Њега одобравају банке које се у оквиру своје делатности баве ломбардним пословима, као и специјализоване организације за ту врсту послова (залагаонице). При одобравању овог кредита могу се залагати: драгоцености, хартије од

вредности, роба, и др.

Драгоцености (злато, сребро, накит и други племенити метали), најчешће залажу грађани за добијање готовинског кредита. Приликом залагања хартија од вредности, кредит се одобрава испод њихове процењене тржишне вредности. У овим случајевима кредит се одобрава у износу од 60 до 80% вредности заложених хартија од вредности. Могу се залагати хартије од вредности које се котирају на берзи (комерцијални записи, благајнички записи...).

За добијање ломбардног кредита може се залагати и роба, како она која је на залихама, тако и она која је у транспорту. Роба се залаже на основу коносмана, товарног листа, и осталих пратећих докумената (фактуре, полисе осигурања...). Роба која се налази ускладиштена у јавном складишту, чува се и даље у јавном складишту, а банци се у залог предаје складишница.

Предузеће се може уговором о ломбардном кредиту обавезати да залогу допуни новом имовином, уколико пре враћања кредита падне тржишна вредност заложеној имовини.

Предност овог начина финансирања је што предузеће без продаје заложене имовине долази до новчаних средстава. Када као гаранција за враћање овог кредита служи роба, кредит омогућује предузећу да обезбеди новчана средства, пре него што прода робу. Предузеће које има већа средства ангажована у хартије од вредности, узимањем овог кредита уз залагање тих хартија од вредности, долази до новца пре рока доспећа тих хартија од вредности. При залагању хартија од вредности банка може, када су јој потребна додатна ликвидна средства, да заложене хартије од вредности преусмери код друге банке, и да тако дође до ликвидних средстава.

Недостаци оваквог начина финансирања састоје се у томе што он смањује финансијску флексибилност предузећа. У периоду док су хартије од вредности у залогу, предузеће их не може продавати, па ако у том периоду њихова тржишна вредност порасте, предузеће није у могућности да оствари зараду.

Кредит по текућем рачуну

Кредит по текућем рачуну (контно-корентни), је краткорочни кредит који банке одобравају својим комитентима на њиховом текућем рачуну. Овај кредит се одобрава до висине, и рока, који се утврђује уговором, ради одржавања текуће солвентности предузећа. Кредит се одобрава на текућем рачуну, и не исплаћује се у готовом.

При коришћењу кредита, корисник текућег рачуна може прећи у дуговање до висине одобреног кредита, при чему плаћа камату на износ искоришћеног кредита. Пошто се сва новчана примања и издавања евидентирају преко текућег рачуна предузећа, банка има увид у пословање предузећа и коришћење одобреног кредита.

При одобравању овог кредита банка и предузеће сачињавају уговор, којим се предузеће обавезује да своје целокупно пословање обавља преко текућег рачуна код банке. Формално посматрано, кредит по текућем рачуну је без покрића. Међутим, сваки прилив новца на текући рачун представља отплату кредита, што суштински представља покриће. Овај кредит омогућава кориснику еластичну и рационалну употребу одобреног кредита, у складу са његовим потребама.

Трошкови краткорочног финансирања

Трошкове краткорочног финансирања чини камата, која представља цену коштања кредита. Она за корисника кредита представља трошак, а за кредитора приход од пласмана средстава. Каматне стопе на хартије од вредности су назначене на самој хартији од вредности.

Каматне стопе на пословне кредите се договарају између банке и корисника кредита. При одређивању камате на пословне кредите, као полазиште служи основна каматна стопа, која представља основицу за одређивање каматне стопе на пословне кредите. Основна каматна стопа је стабилна и фиксна у одређеном временском периоду.

У зависности од кредитне способности дужника и ризика улагања, каматне стопе на пословне кредите осцилирају око основне каматне стопе (ако дужник има већу кредитну способност, он може добити кредит по каматној стопи која је нижа од основне, до 2%). На висину каматне стопе на пословне кредите, поред основне каматне стопе и кредитне способности дужника, утичу и други чиниоци, као што су трошкови банке и однос банке и дужника.

Трошкове банке чине административни трошкови и пасивна камата, коју банка плаћа својим депонентима на депозите. Када у односима банке и дужника постоји међусобно поверење, банка дужнику може одобрити кредит по нижој каматној стопи. Постоји више метода за обрачуна и плаћање камате. Најчешће се користе:

- декурзивна метода,
- антиципативна метода,
- ануитетска метода и
- метода компензирајућег стања.

Применом **декурзивне методе**, камата се обрачунава и плаћа крајем истека одређеног временског периода коришћења кредита (месец дана, пола године, година...). Овом методом обрачунавају се и плаћају камате на депозите на жиро и текућим рачунима, на штедне улоге, на разне кредите, при обрачуну затезне камате, итд.

Применом **антиципативне методе**, камата се обрачунава и плаћа почетком одређеног временског периода. Када на тржишту новца постоји већа потражња од понуде, кредитори могу да захтевају да се при одобравању кредита камата обрачуна и плати унапред.

Код **ануитетне методе**, кредит се отплаћује оброчно у једнаким месечним ануитетима, и састоје се од главнице и камата. Приликом узимања кредита предузеће треба да води рачуна да са кредитором уговори плаћање камате на остатак дуга, а не на укупан износ одобреног кредита.

Метода компензирајућег стања, користи се када банка од корисника кредита тражи да држи на депозитном рачуну одређени износ новца, у

сразмери са износом одобреног кредита (нпр. 10%). Овај износ новца се мора држати на рачуну банке за време коришћења кредита, све до његове коначне исплате. Овом методом смањује се износ стварно коришћеног кредита и повећава стварни каматни трошак финансирања.

Са аспекта трошкова финансирања, треба одабрати онај краткорочни кредит који има најмању стварну каматну стопу (кредит са декурзивним обрачуном камате). Такође, треба имати у виду да при одобравању краткорочног кредита, утицај имају и други кредитни услови, као што су рок отплате кредита, захтевано осигурање кредита...

Финансирање средњерочним кредитима

Средњерочно финансирање се може вршити путем средњерочних кредита, у које спадају:

- банкарски кредити,
- револвинг кредити,
- кредит на основу залагања опреме,
- кредити осигуравајућих друштава,
- средњерочни кредит произвођача опреме.

Најзначајнију врсту средњерочних кредита представљају **банкарски кредити**, које дају банке и друге финансијске организације. Они се могу отплаћивати у једнаким и неједнаким месечним ануитетима (квартално, полугодишње, годишње) или једнаким периодичним ратама. Могуће је да се договори и једнократно враћање кредита – укупне главнице и камате, што је ређа пракса. Отплата ових кредита прилагођава се ликвидности и солвентности корисника кредита, због чега ово кредитирање спада у флексибилан начин финансирања.

Револвинг кредит, одобрава банка уз обавезу да се кредит обнови (револвира) по истеку одређеног периода. Ако се овај кредит обнови после једне године, он постаје средњерочни кредит.

Овај кредит спада у флексибилне начине финансирања, јер се њиме осигурава потребан новац током раздовља неизвесности и претеће несолвентности. Трошкове револвинг кредита чине уговорена камата и провизија на доступност кредиту. Ови трошкови су већи у односу краткорочне кредите.

Код **кредита на основу залагања** опреме, за осигурање средњерочног кредита може се користити различита опрема. Заложена опрема се не може продавати док се кредит коначно не отплати (обично се за осигурање узима опрема која се може брже уновчити).

Средњерочне кредите, осим банака, могу одобравати и осигуравајућа друштва. Она располажу са великим износима финансијских средстава, која потичу од премија осигурања имовине и лица.

Део тих средстава се користи за исплату штете од насталих ризика, док се њихов други део пласира у различита улагања која доносе принос.

Средњерочне кредите могу одобравати и произвођачи опреме. Они су заинтересовани за продају своје опреме, при чему се она може продавати и на средњерочни кредит. При овом кредитирању је уобичајено да се уплаћује готовинско учешће (око 30% вредности опреме), док се остатак дуга плаћа у ратама, у одређеном временском периоду.

Средњерочни кредити (дугови) постепено се отплаћују (амортизују), по правилу у једнаким годишњим или полугодишњим ануитетима (део главнице + камата). Таквим поступним оброчним отплатама олакшава се предузећу отплата дуга, и супституција позајмљеног туђег капитала сопственим капиталом. То смањује ризик да се дуг не измири у року доспећа. Током реализације кредита могућа је промена финансијске ситуације предузећа. Промењена ситуација може допринети смањењу кредитне способности предузећа, због чега оно није у могућности да отплати кредит, па се зато у уговор о кредиту уграђују одредбе које штите кредитно потраживање кредитора.

Финансирање лизингом

Лизинг је специфична врста финансирања предузећа, и заснива се на

томе да корисник лизинга одређену имовину (опрему, машине, пословни простор, итд.), узима у закуп, и користи је у одређеном временском периоду, и за то плаћа одређену закупнину. После истека уговора о закупу, закупљену имовину корисник може:

- користити по мањој цени од тржишне, пошто се за време трајања закупа амортизовала,
- сачинити нови уговор о закупу са нижом закупнином, пошто је закуподавац током трајања зајма наплатио део вредности закупљене имовине и
- вратити имовину закуподавцу. Зајмопримац постаје само корисник закупљене имовине, а не и власник.

Постоји више врста лизинга, и можемо га поделити према:

- предмету закупа и
- начину закупа.

Према **предмету закупа**, лизинг може бити:

- лизинг опреме (узимање у закуп разне производне опреме, уређаја, грађевинских машина...),
- лизинг непокретних добара (закупљивање пословног простора, земљишта, грађевинских објеката, кућа, станова...),
- међународни лизинг (узимање опреме, бродова, авиона и друге имовине предузећа из једне земље, од предузећа из друге земље),

Према **начину закупа**, лизинг може да буде:

- **експлоатациони** - представља узимање у закуп имовине на период краћи од економског века трајања (амортизације), закупљене имовине. Власник закупљене имовине мора више пута да изда у закуп имовину, да би наплатом закупнине повратио вредност имовине, и остварио одређену зараду.
- **финансијски** - траје по правилу онолико, колико износи економски век трошења закупљене имовине. Код овог лизинга,

власник имовине кроз цену закупнине наплаћује вредност закупљене имовине и зараду која је уграђена у закупнину.

- **директни** - произвођач опреме, или друге имовине, директно даје у закуп опрему кориснику лизинга, и на тај начин се избегавају трошкови посредовања.
- **индиректни** - произвођач продаје опрему лизинг институцији која се бави изнајмљивањем, а она даје у закуп купљену опрему предузећу кориснику лизинга, уз плаћање одређене закупнине. Као лизинг институција може се појавити предузеће, банка, осигуравајуће друштво, итд.

Финансирање путем лизинга има своје предности и недостатке.

Предности се састоје у:

- уштеди капитала - не улаже се, и не имобилише капитал, а корисник лизинга не мора обезбеђивати потребан капитал за реализацију лизинга, већ та средства може користити за финансирање других потреба.
- несмањеној кредитној способности - лизинг није класичан облик задужења јер се њиме не повећава задуженост предузећа као код кредита, па се тиме и кориснику не смањује кредитна способност.
- флексибилности плаћања закупнине - закупнина се по правилу плаћа унапред, на почетку периода за плаћање, а може и на крају периода, па овакав начин плаћања закупа на рате обезбеђује флексибилност у плаћању закупа. Поред тога, закупнина се плаћа из прихода остварених коришћењем закупљене опреме и друге имовине.
- постојању опција по основу уговора - по истеку уговора о лизингу корисник има више опција - може закупљену опрему да купи по нижој цени, да закључи нови уговор о закупу са нижом закупнином, или да врати закупљену опрему.
- ризику застаривања - на страни власника закупљене опреме нема ризика застаривања, већ је тај ризик на кориснику лизинга.

- могућности коришћења нове технологије - лизинг омогућује брзу замену старе и увођење нове технологије.

Недостаци финансирања лизингом састоје се у следећем:

- ради се о скупом извору финансирања - лизинг представља скуп извор финансирања, пошто се закуп састоји од дела вредности-главнице закупљене имовине, камате-приноса власнику имовине, и осталих трошкова (трошкова одржавања имовине...);
- закупнина представља фиксну обавезу - плаћање закупа за корисника представља фиксну обавезу, чије неплаћање може изазвати санкције сличне онима код неплаћања ануитета на кредите;
- закупнина не укључује маркетинг - о маркетингу брине корисник лизинга, јер уговор о лизингу не укључује маркетинг производа и услуга.

Код предузећа се може јавити дилема да ли опрему узети у лизинг, или је купити на кредит. Одлуку о томе треба засновати на поређењу трошкова финансирања путем лизинга и путем кредита.

За те сврхе се користи метода нето садашње вредности, по којој се упоређује садашња вредност новчаних издатака лизинга, са садашњом вредношћу новчаних издавања за кредите. Предност се даје алтернативи која има нижу садашњу вредност новчаних издатака.

Финансирање франшизингом

Франшизинг је специфичан вид финансирања. У неким случајевима франшизинг је посао везан за производњу, у неким случајевима за продају, али у свим случајевима франшизинг послови се тичу финансирања. У основи постоје две врсте франшизинг послова:

- а) трговачки франшизинг и
 - б) производни франшизинг.
- а) Код трговачког франшизинга ради се о промету робе преко малопродајне мреже, потрошачима на мало. Даваоци трговачког

франшизинга су велики произвођачи или предузећа која се баве трговином на велико, која уговором преносе на кориснике франшизинга право продаје њихових производа, име и жиг робе. У вези са продајом робе, давалац франшизинга преноси знања и искуства на корисника франшизинга. Путем франшизинга, његов давалац шири тржиште преко продајног простора корисника и јача конкурентску способност, без већих додатних инвестиција. Давалац франшизинга често учествује у финансирању корисника франшизинга давањем кредита, заједничким улагањем, куповином акција, итд.

Корисници трговачког франшизинга су најчешће мали предузетници који се баве трговином на мало. Они врше продају производа или дају услуге према упутствима даваоца франшизинга, при чему робу продају под фирмом и пословним знаком даваоца франшизинга. Повољност за корисника франшизинга чини то, што он продаје робу за коју је тржиште већ истражено и обезбеђено. Корисник франшизинга плаћа даваоцу франшизинга набавну цену продате робе и извршених услуга, као и накнаду.

- b) Производни франшизинг поред продаје обухвата и право на производњу одређених производа, па тако корисници производе и продају производе даваоца франшизинга. Овим се смањују укупни трошкови, пошто се производња приближава месту продаје. Даваоци производног франшизинга су велики произвођачи, који помажу кориснику франшизинга у организацији производње, тако што им преносе потребна знања и искуства, лиценцно право и заштитни знак производа. Корисници производног франшизинга су мали предузетници који се баве производњом, и франшизингом стичу право на производњу и продају производа и услуга. Они сарађују са даваоцима франшизинга при избору локације на којој ће се организовати производња, у припреми инвестиционог пројекта, у изради планова производње, и плаћају фиксну накнаду.

Финансирање емисијом редовних акција

Емисијом редовних и приоритетних акција предузеће прибавља капитал за који не постоји обавеза враћања. Редовне или обичне акције су писмене исправе о трајно уложеним средствима у основни капитал акционарског друштва. То су власничке хартије од вредности које представљају одговарајући власнички удео у капиталу предузећа. Оне означавају власништво над делом акционарског друштва. На основу овог власништва акционари имају одређена права:

- право на управљање,
- право на дивиденду и право на део ликвидационе масе,
- право гласа власницима редовних акција у скупштини акционара, односно, право управљања и контроле пословања. Водећу улогу у скупштини акционара имају акционари који поседују већи контролни пакет редовних акција,
- право власницима редовних акција на дивиденду (право на део оствареног нето добитка). Дивиденда се може исплатити ако предузеће које је организовано као акционарско друштво, оствари нето добитак, а скупштина акционара одлучи да се дивиденда исплати,
- у случају ликвидације предузећа, власници редовних акција имају право на исплату дела остатка ликвидационе масе предузећа. Ово значи да редовне акције представљају и потраживање на део активе друштва.

Власници редовних акција сnose највећи ризик пословања, пошто не могу увек, и у целини да реализују права која им проистичу из акција. Зато је могућност њихове зараде највећа, јер власници редовних акција по правилу директно учествују у сваком повећању нето добитка предузећа, док власници приоритетних акција и обвезница добијају сталан (фиксни) принос у облику дивиденде.

Основни циљ продаје (емисије) редовних акција је прикупљање трајног капитала за финансирање оснивања и развоја предузећа.

Основни капитал представља стални извор финансирања предузећа. Он је најквалитетнији извор, пошто је трајно расположив и никоме се

не враћа.

Продајом редовних акција предузеће повећава основни капитал у пасиви. Када се повећа основни капитал, предузеће повећава степен самофинансирања и смањује степен задужености, под условом да не повећава позајмљени капитал. Изменом структуре капитала у корист основног капитала, повећава се флексибилност финансирања предузећа, пошто тај капитал омогућава привлачење и коришћење туђег капитала.

Продаја редовних акција за готовину, повећава новац у активи у против вредности акција, као и основни акцијски капитал у пасиви. На овај начин повећава се ликвидна имовина и солвентност предузећа, пошто се наплатом продајне цене акција, помера структура ликвидних средстава према најликвиднијем средству – новцу.

Прикупљени акцијски капитал може повећати профитабилност, ако се његовим улагањем повећа нето добитак. Основни капитал не повећава директне трошкове финансирања у облику камата, као што је то случај код кредитирања.

Када акционарско друштво емитује нове акције, а при том не повећа нето добитак, тада се основни капитал само фиктивно повећава. Капитал није уложен у профитабилна улагања, па се у том случају смањује дивиденда по акцији, пошто се исти нето добитак дели на већи број издатих акција.

Постоји неколико разлога који мотивишу потенцијалне акционаре да купе редовне акције, а један од њих је, да оне омогућавају власницима да остваре дивиденду која се исплаћује у зависности од оствареног нето добитка. Када предузеће профитабилно послује, тржишна цена акције расте, а када се акција прода по цени већој од куповне, остварује се позитивна разлика, која се назива капитални добитак.

Редовне акције су ликвидне хартије од вредности, нарочито оне које се котирају на берзи. Оне се лако могу продати и конвертовати у готовину.

Акционарско друштво је правно одвојено од својих власника. Власници редовних акција сnose ограничену одговорност за дугове друштва, и то само до износа капитала који су уложили. Акционарско друштво егзистира у континуитету. Оно наставља са радом и после смрти било ког акционара. Тада акције преузимају његови наследници.

Финансирање емисијом приоритетних акција

Приоритетне (повлашћене) акције својим власницима дају повлашћени положај у односу на власнике редовних акција.

Приоритетне акције власнику дају право на дивиденду према унапред утврђеном износу, или у проценту од номиналног износа акције. Оне доносе принос у висини фиксне дивиденде која је унапред договорена, за разлику од редовних акција које доносе променљиву дивиденду. Такође, власници приоритетних акција имају предност при исплати дивиденде, у односу на власнике редовних акција.

Приоритетне акције могу бити кумулативне. Оне власницима дају право наплате кумулираних неисплаћених дивиденди, пре исплате власницима редовних акција.

Приоритетне акције могу бити и партиципативне, када својим власницима дају право да поред фиксне наплате, добију и део променљиве дивиденде. На овај начин њихови власници учествују у расподели преосталог нето добитка, иако су већ остварили право на утврђену фиксну дивиденду. Такође, дају власницима право првенства при исплати ликвидационе масе. Власници приоритетних акција, по правилу, немају право на управљање предузећем, зато што власници редовних акција сnose највећи ризик остварења нето добитка.

Између приоритетних акција и обвезница постоје одређене сличности. Приоритетне акције и обвезнице власницима дају право да наплате одређени принос у виду дивиденде, односно камате у уговореним роковима. Такође, власници приоритетних акција и власници обвезница немају право на управљање предузећем. Ово право могу добити ако постоји могућност замене ових хартија од вредности за редовне акције.

Трошкови финансирања емисијом акција

Емисија акција, предузећу које их емитује, доноси новчано примање, али финансирање путем емисије акција производи и одређене трошкове, и има своју цену. Емисија акција има трошкове емисије, које чине трошкови израде елабората, штампања акција, прогнозе, пропаганде, провизије посредника, и др. Ово су почетни трошкови који претходе исплати дивиденди, и умањују укупна новчана примања од продаје редовних акција. Поред тога, трошкове чине и издаци на име исплаћене дивиденде.

У обрачунском смислу дивиденда није трошак, јер се не појављује као расход при обрачуну финансијског резултата, као што су камате.

Трошак финансирања емисијом редовних акција једнак је дисконтној стопи (k) која изједначава садашњу вредност очекиваних новчаних издатака (дивиденди), са садашњом вредношћу редовних акција, и може се изачунати на следећи начин:

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k) \times 2} + \frac{D_\infty}{(1+k) \times \infty}$$

V_0 = садашња тржишна вредност (цена) редовне акције,

D_1 = прва дивиденда,

D_2 = друга дивиденда,

D_t = очекивани новчани годишњи издаци (дивидендни трошкови) по акцији за период (t),

k = очекивани трошак (цена) основног капитала, цена финансирања редовним акцијама.

Када постоји континуирани раст дивиденди, када је $k > g$, горња једначина се може модификовати у:

$$V_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

g = константна годишња стопа раста дивиденде,

D_1 = прва дивиденда.

Финансирање емисијом редовних акција, осим дивидендног трошка производи и друге трошкове, па се зато претходне једначине могу модификовати тако да се именилац умањује за трошак емисије (T).

$$K = \frac{D_1}{V_0 - T}$$

Када је у питању трошак који потиче од исплаћене дивиденде код приоритетних акција, он је једнак дисконтној стопи која изједначава садашњу вредност уговорених новчаних издатака на име дивиденде, са садашњом вредношћу новчаних примања од наплате продатих акција. Ова стопа приноса се може израчунати из односа уговорене годишње дивиденде (D) и садашње вредности (цене) акције (V_0). С тим у вези, ови трошкови се могу израчунати помоћу односа:

$$K = \frac{D}{V_0 - T}$$

где је: K = трошак (цена) приоритетне акције,

D = уговорени фиксни годишњи издаци (трошкови), дивиденда по акцији,

V_0 = садашња тржишна вредност (цена) приоритетне акције.

Ово значи да трошак на име исплаћене дивиденде зависи од два елемента: 1) од величине уговорене дивиденде (D) и 2) од величине садашње тржишне вредности акције (V_0).

Ако се у трошкове финансирања емисијом приоритетних акција урачунају и трошкови емисије акција, онда претходну формулу треба модификовати, тако да се именилац умањи за трошкове емисије акције (T) на следећи начин:

$$K = \frac{D}{(V_0 - T)}$$

Откуп сопствених акција

Откуп сопствених акција представља финансијску операцију која

производи супротне финансијске учинке од емисије акција.

Акционарска друштва повремено откупљују своје акције, и на овај начин акционари врше повраћај новца који су уложили у акционарско друштво. Тиме се сопствене акције претварају из инструмената финансирања и капитализације, у инструмент дефинирања и декапитализације. Нови власник акција је акционарско друштво.

Међутим, ове акције новом власнику не дају право на управљање, право на дивиденду и право на део ликвидационе масе. Откупљене акције чувају се у трезору акционарског друштва, па се зато називају трезорским акцијама. Откуп сопствених акција најчешће доводи до повећања зараде по акцији, дивиденде по акцији, и до повећања тржишне вредности по акцији.

Мотиви због којих предузеће откупљује своје акције су:

- смањење основног капитала предузећа,
- стабилизација дивиденде и тржишне цене акција,
- елиминисање вишка новца,
- спречавање преузимања надзора над акционарским друштвом и
- реструктурирање акционарског друштва.

Најчешћи разлог откупа сопствених акција је потреба да се смањи основни капитал предузећа. У неповољним привредним условима, предузеће треба да смањи обим пословања, али и обим ангажованости капитала.

Откуп сопствених акција предузеће често приступа када није у могућности да исплати дивиденде²⁶ и да задржи пад тржишне цене акција. У циљу заустављања пада дивидендне стопе и обезвређивања акција, предузећа често откупљују сопствене акције и смањују основни капитал, чиме стабилизују дивиденде и тржишну цену акција.

У предузећу могу настати вишкови новца услед акумулирања

²⁶ Марковић, И. (2000). Финансирање, теорија и пракса финансирања трговачких друштава. Загреб: RRiF-plus.

задржаног добитка, продаје делова имовине и задуживања. Када нема могућности за профитабилно улагање, предузеће може елиминисати вишкове новца и прекомерну солвентност откупом сопствених акција.

Предузеће може проценити да постоји опасност од предузимања надзора над њим од стране других субјеката, куповином контролног пакета акција. Куповином сопствених акција предузеће може спречити преузимање надзора и управљања над њим. Откуп сопствених акција може послужити као мера за реструктурирање предузећа, а посебно ради промене у структури власништва и управљања предузећем.

Финансирање емисијом обвезница

Полазећи од начина исплате главнице и камате, обвезнице се могу поделити на две групе:

- једнократно исплативе,
- вишекратно исплативе.

Једнократно исплативе обвезнице (обвезнице без купона), обавезују емитента да исплати (врати) позајмљени износ новца инвеститору на дан доспећа. Ова једнократна исплата једнака је номиналној вредности издате обвезнице увећаној за одговарајући износ камате.

Вишекратно исплативе обвезнице (обвезнице са купоном), обавезују емитента да инвеститорима периодично (вишекратно), исплаћује камате до дана доспећа, а номиналну вредност обвезница на дан доспећа. Код ових обвезница исплата главнице дуга врши се једнократно на дан њеног доспећа, док се камата исплаћује вишекратно према уговореној номиналној каматној стопи.

Продајом обвезнице емитент прибавља потребни позајмљени капитал. Новчано примање од продаје обвезнице је по правилу једнократно, и настаје у моменту продаје обвезнице. По основу продаје обвезнице, за емитента настаје обавеза да инвеститору плаћа фиксну камату, и да на дан доспећа обвезнице исплати главницу дуга.

Финансирање путем емисије обвезница има одређене предности, али и недостатке.

Предности се огледају у следећем:

1. Емисија обвезница предузећу омогућује да користи и обрће главницу позајмљеног капитала током времена трајања зајма.
2. Трошкови за плаћене камате емитенту смањују добит, чиме му смањују новчане издатке за плаћење пореза на добит, пошто ове камате умањују пореску основицу при утврђивању пореза на добит предузећа.

Недостаци финансирања емисијом обвезница састоје се у следећем:

1. Исплата камате власницима обвезница је обавезна, и не зависи од оствареног добитка, или губитка. Уколико се камата не исплаћује, може доћи до ликвидације емитента.
2. Коначна исплата укупне главнице дуга пада одједном на дан доспећа, што емитенту може да створи велики проблем са солвентношћу. Да би се проблем превазишао, предузеће мора образовати посебан фонд за откуп обвезница, и да током трајања зајма издваја средства у тај фонд из оствареног нето добитка.
3. Такође, слабост финансирања емисијом обвезница, састоји се и у томе што у случају несолвентности емитента, за инвеститора настају проблеми око наплате доспелих камата и главнице.

Финансирање опцијама

Опција представља изведену хартију од вредности која своје власнику даје право да купи или прода одређену финансијску активу, по унапред одређеној цени, у одређеном периоду времена.

Постоје две основне врсте опција:

- куповне и
- продајне.

Куповна опција даје право власнику да купи хартију од вредности по унапред уговореној цени. Власник ове опције ће је искористити ако је уговорена цена нижа од њене тржишне вредности.

Када власник искористи овакву могућност, он остварује капитални

добитак, пошто ће тада хартију од вредности платити мање него ако би је купио на финансијском тржишту. Међутим, ако је тржишна цена хартије од вредности већа од уговорене, опција се неће реализовати, пошто инвеститор исту може да купи на тржишту по нижој цени.

Продајна опција даје право власнику да прода хартију од вредности по унапред договореној цени, до рока истека опције. Власник ће право опције искористити ако је тржишна цена хартије од вредности нижа од уговорене цене. Ако власник искористи право опције и прода хартију од вредности, оствариће капитални добитак. Опција се неће реализовати ако је тржишна вредност хартије од вредности већа од уговорене цене, пошто се тада хартија од вредности може продати на финансијском тржишту по повољнијој цени.

Финансирање емисијом варанта

Варант представља писмено пуномоћје за куповину редовних (обичних) акција предузећа, које је емитовало обвезнице и приоритетне акције. Они се након емисије могу одвојити од обвезница и приоритетних акција уз које су емитовани. Тада се њима може трговати са другим хартијама од вредности.

Ако би варанти били неодвојиви од хартија од вредности уз које су издати, тада се њима не би могло трговати на финансијском тржишту.

Варанте емитују акционарска друштва ради прибављања јефтинијег додатног основног капитала за финансирање одређених пројеката. Емисија обвезница и приоритетних акција са варантима врши се ради финансирања већих пројеката у које треба дугорочно улагати, пошто би њихово финансирање емисијом обичних акција могло у том року да проузрокује смањење њихове тржиштне вредности.

На овом пуномоћју је уписано колико се редовних акција може купити за један варант. Цена по којој се могу купити редовне акције на основу варанта може бити стална (фиксна) и променљива (варијабилна). Тачно је утврђено време у којем се могу искористити права на куповину редовних акција на основу варанта.

При издавању варанта утврђује се цена његове реализације, која је

обично за 15 до 20% изнад годишње тржишне цене редовних акција. Варанту расте вредност, ако тржишна цена редовне акције расте.

Власници варанта користе опцију куповине редовних акција по уговореној цени реализације, када тржишна цена редовне акције постане већа од уговорене цене реализације. Тада власник варанта остварује капитални добитак, право на управљање и право на дивиденду.

Финансирање дугорочним кредитима

Кредит представља дужничко-поверилачки однос, у коме поверилац уступа дужнику одређени новац или робу на одређено време, и уз одређену накнаду.

Елементи кредитног односа су:

- уступање новчаних средстава под одређеним условима,
- враћање новчаних средстава увећаних за уговорену накнаду (камату), у одређеном року,
- поверење које поверилац који даје кредит, има према дужнику који прима кредит.

Финансирање кредитирањем има одређене предности и недостатке.

Предности се састоје у следећем: Кредитне банке директно утичу на повећање понуде новца на тржишту новца. Кредитни пласмани утичу на укупне новчане токове привредних субјеката. Кредити су погодан инструмент којим се утиче на солвентност и рентабилност предузећа. Нарочит значај за привредне субјекте имају дугорочни кредити, којима се финансирају дугорочна улагања у основна и стална обртна средства. Без дугорочних кредита успорио би се привредни развој, пошто није могуће увек остварити дугорочна улагања из сопствених извора.

Дугорочни кредити омогућују да се слободна и неискоришћена новчана средства суфицитних економских субјеката, претходно мобилишу и концентришу у банкама и другим финансијским институцијама, и да се као кредити пласирају субјектима којима новчана средства недостају. Финансирање кредитом доноси пореску

уштеду, јер трошкови камате смањују опорезиву добит, а тиме и порез на добит. Финансирање путем кредита има предност у односу на финансирање емисијом акција, пошто исплаћене дивиденде предузећу не доносе пореску уштеду.

Недостаџи финансирања кредитирањем састоје се у следећем: Овај начин финансирања ствара директне трошкове, тј. новчане издатке по основу плаћања камата. Прекомерно финансирање путем кредита повећава трошкове финансирања, чиме се смањује финансијски резултат, а поред тога, главница кредита и камата се морају плаћати и онда када предузеће не оствари повољан финансијски резултат.

Када се кредити користе прекомерно, то доводи предузеће до зависности од поверилаца – банака и других финансијских институција. Смањује се независност предузећа у вођењу сопствене пословне и финансијске политике.

Финансирање кредитима повећава задуженост предузећа. Када је предузеће презадужено, оно располаже малим сопственим капиталом, и у том случају тешко може да прибави новчана средства путем новог кредита због тога што му се дотадашњим финансирањем путем кредита смањила кредитна способност.

Неконтролисаним одобравањем кредита, банке могу да подстичу инфлацију²⁷, што се може догодити када банке одобравају кредите изнад износа средстава која су код њих депонована (иста депонована средства се користе за више пласмана).

Трошак финансирања дугорочним кредитом је камата, која се плаћа кредитору на име коришћења позајмљених средстава. Избор дугорочног кредита са аспекта финансирања треба извршити према најмањој стварној каматаној стопи после опорезивања, односно треба изабрати најјефтинији дугорочни кредит са аспекта стварног коначног трошка. Међутим, при доношењу одлуке о избору дугорочног кредита, треба имати у виду и рок отплате кредита и осигурања кредита.

²⁷ Тошковић, Ј. (2016). Преиспитивање неолибералног концепта економије на примеру Западног Балкана (докторска дисертација). Сремска Каменица: Едуконс Универзитет.

Финансирање из финансијског резултата

Нето добитак је позитиван финансијски резултат који је предузеће остварило у току пословне године. Ако би предузеће цео нето добитак акумулирало за повећање сопственог капитала, тада би он у целини представљао акумулацију, односно, извор за самофинансирање. Међутим, нето добитак подлеже расподели. У његовој деоби учествују радници, акционари, власници трајних улога и предузеће. Само онај део нето добитка који је акумулиран за предузеће (за финансирање раста и развоја или за резервни капитал), представља извор финансирања.

Политика дивиденди

У зависности од циљева који се желе постићи, политика дивиденди може бити:

- политика максималних дивиденди,
- политика стабилних дивиденди,
- политика стабилних и ванредних дивиденди.

При вођењу политике максималних дивиденди, циљ је да се акционарима осигура максимална добит по акцији. Овај циљ се остварује тако што се при расподели нето добитка, максималан део распоређује за исплату дивиденде, а остатак добитка се задржава у предузећу као задржани добитак, који се користи за развој и резерве. Вођењем ове политике имају се у виду само интереси акционара.

Политика максималних дивиденди има одређене слабости. Када се већи износ нето добитка распоређује на дивиденде, смањује се могућност кумулације сопственог капитала за финансирање развоја и обезбеђење резерви за ризике.

Политика максималних дивиденди примењује се када:

- предузеће нема могућности за нова профитабилна улагања,
- предузеће има довољно пренетог задржаног добитка из ранијих година и потребне резерве,
- новчана позиција предузећа омогућује исплату максималних

дивиденди, а да се при томе не угрожава солвентност,

- постоји могућност прибављања додатних новчаних средстава путем нових кредита, новом емисијом краткорочних или дугорочних хартија од вредности,
- акционари имају већу склоност ка дивидендама, када политику дивиденди треба прилагођавати њиховим жељама.

Циљ политике стабилних дивиденди је да акционарима обезбеди исплату прихватљиве и стабилне дивиденде по акцији, у дужем временском периоду. Ова политика дивиденди је популарна код акционара, јер и она у првом реду, штити њихове интересе пошто им гарантује исплату стабилних дивиденди на дужи рок.

При спровођењу политике стабилних дивиденди, ако предузеће оствари губитак, дивиденда и даље остаје на висини оних које су исплаћене ранијих година. Са друге стране, ако предузеће повећа нето добитак, и тада се дивиденде не мењају, или постепено расту, али не по стопи раста нето дохотка.

Недостатак политике стабилних дивиденди је у томе што она доводи до нестабилности и неизвесности кумулирања капитала за финансирање развоја, и за резерве.

Политика стабилних дивиденди се примењује када се:

- предузеће налази у фази просперитета у којој ствара нето добитак довољан за исплату стабилних дивиденди, и за кумулирање довољно капитала за финансирање развоја и резерви,
- предузеће има довољно кумулираног задржаног добитка и резерви, које могу осигурати исплату стабилних дивиденди у кризним годинама, у којима се остварује највећи губитак,
- финансијска ситуација омогућава предузећу исплату стабилних дивиденди без угрожавања солвентности и
- предузеће жели да тржишту капитала, као и постојећим и потенцијалним акционарима пошаље позитивне финансијске

сигнале, пошто стабилне и постепено растуће дивиденде указују на профитабилност предузећа.

Могло би се рећи да је политика стабилних дивиденди најближа оптималној политици дивиденди, и то због тога што она задовољава интересе:

- акционара - исплатом стимулативних и сигурних дивиденди,
- предузећа - кумулирањем капитала за развој и резерве,
- државе - наплатом сигурних пореза на добит, и на дивиденде.

Политиком стабилних и ванредних дивиденди, осигурава се стабилна и сигурна дивиденда у релативно малим износима по акцији. У годинама када се остварује велики нето добитак, поред редовне дивиденде исплаћује се и ванредна дивиденда.

Оваквом политиком задржава се стабилност дивиденди, што је прихватљиво у оним предузећима, код којих нето добитак осцилира.

Финансирање из задржаног добитка

У интересу сопственог развоја, предузећа не исплаћују целокупан нето добитак у облику дивиденди, већ један део задржавају и користе га као интерни дугорочни извор финансирања.

Политика задржаног добитка може бити:

- политика максимално задржаног добитка и
- политика сталног односа задржаног добитка, дивиденди и резерви.

Политиком максимално задржаног добитка предузеће обезбеђује максимални сопствени капитал за финансирање развоја. При спровођењу ове политике предузеће распоређује нето добитак, тако што максимални део задржава, кумулира и користи за финансирање развоја, а остатак нето добитка користи за исплату дивиденди и резерве.

Овом политиком штите се, у првом реду интереси предузећа, у смислу обезбеђења услова за будући развој и остварење већег нето добитка.

Задржани добитак представља периодично повећање основног капитала предузећа. Овај капитал се никоме не враћа, и на њега се не плаћа камата.

Политика максимално задржаног добитка се не може спроводити на дужи рок, јер исплата малих дивиденди доводи до повећања понуде и продаје акција, што условљава пад тржишне цена акција. Политика максимално задржаног добитка се примењује када:

- предузеће има могућности за нова профитабилна улагања, када треба задржавати и кумулирати добитак за финансирање тих улагања, чиме се остварује развој и раст предузећа, и задржава конкурентска способност,
- предузеће има мали и недовољан задржани добитак из ранијег периода,
- предузеће има неповољну финансијску ситуацију са аспекта задужености, када задржани добитак мења структуру капитала у корист сопственог капитала, повећава снагу самофинансирања, а смањује трошкове финансирања,
- нема могућности, или су услови врло неповољни, за прибављање додатних новчаних средстава кредитима, или новом емисијом хартија од вредности и
- акционари показују спремност да евентуално наплате већу дивиденду у будућем времену.

Политика сталног односа задржаног добитка, дивиденди и резерви, заснива се на задржавању сталног односа у расподели оствареног нето добитка. Одређени проценат нето добитка се задржава и кумулира за потребе финансирања развоја предузећа, док се остатак користи за исплату дивиденди.

Политика сталног задржаног добитка, дивиденди и резерви примењује се када:

- предузеће има могућност за нова профитабилна улагања за чије финансирање треба сталним односом расподеле оствареног нето добитка обезбедити потребан капитал за финансирање

развоја,

- предузеће не може под повољним условима да прибави додатни капитал новим кредитима, или новом емисијом хартија од вредности,
- предузеће очекује у будућности такав нето добитак из кога се може у различитом времену кумулирати потребан капитал за финансирање развоја, као и исплата примерених дивиденди.

Финансирање из отворених резерви

Код политике отворених резерви циљ је да се расподелом оствареног нето добитка у предузећу створи резервни капитал, који ће у кризним финансијским ситуацијама бити важна потпора пословању. Резерве су део нето добитка које се распоређују на страну за случај очекиваних ризика. Оне су по квалитету једнаке задржаном добитку за развој.

Основно начело политике отворених резерви је начело сигурности основног капитала акционара. Њихов примарни задатак је да штите основни капитал власника, којима се признаје статус поверилаца. Предузеће резервама штити, како основни капитал који је настао емисијом акција, тако и основни капитал који је настао из задржаног добитка.

Према нашим прописима предузећа су дужна да из оствареног добитка издвоје најмање 5% за обавезну резерву, све док она не достигне 10% од основног капитала. Законске резерве у првом реду служе за покриће губитка, а у случају њиховог смањења, предузеће је дужно да их допуни до прописаног износа.

Статутарне резерве се образују по правилу наменски и служе за покриће финансијских штета из пословног ризика, за санацију штета због више силе (поплава, пожар, суша...). Политиком отворених резерви повећава се кумулирање дела нето добитка за резерве, а смањује се део нето добитка за дивиденду и за задржани добитак.

Приликом трајног и привременог финансирања краткорочних и дугорочних потреба предузећа из резерви, треба водити такву политику која ће максимално доприносити квантитативном и

квалитативном јачању финансијске снаге предузећа. Политиком резерви треба настојати да се квантитативно очува и повећа имовина која се директно користи у пословању.

Привременом употребом резерви ради отклањања несолвентности, повремено се увећавају извори, који се директно користе у финансирању пословања предузећа. Трајном употребом резерви долази до трајног укључивања резервних средстава у пословање, чиме се надокнађује изгубљена вредност имовине. Тако се у исто време смањује износ расположивих резерви.

Резерве олакшавају одржавање солвентности, што представља прву компоненту финансијске снаге – способност плаћања, чиме се квалитативно повећава финансијска снага предузећа.

Резерве позитивно утичу и на очување и повећање способности финансирања предузећа, што представља другу квалитативну компоненту финансијске снаге. Оне се могу искористити и за финансирање резервних потреба предузећа (обртних средстава), као и за финансирање сталне обртне имовине (трајних обртних средстава).

Резерве се могу третирати као потенцијални дугорочни извор финансирања. Њиховим коришћењем повећава се способност краткорочног и дугорочног финансирања предузећа, и смањује потреба за задуживање неповољним кредитима за финансирање обртних средстава и трајних обртних средстава. Резерве се не могу користити за финансирање инвестиција.

Кад код предузећа, због губљења имовине и извора финансирања, наступе поремећаји у континуираном одвијању пословања, јавља се потреба за додатним изворима и имовином како би се успоставило континуирано пословање. Коришћењем резерви за покриће губитака надокнађује се изгубљена вредност имовине и извора финансирања. У овом случају резерве се користе за очување имовине предузећа, што представља трећу компоненту финансијске снаге предузећа.

Коришћење резерви може позитивно да утиче и на повећање финансијског резултата, нето добитка и задржаног добитка, чиме се повећава имовина предузећа, што представља четврту компоненту

финансијске снаге предузећа.

Међутим, употребом резерви се не повећава укупна имовина предузећа, пошто се имовина у облику резерви само премешта у другу функцију и трансформише у други облик имовине, који се директно користи у процесу пословања.

Коришћењем резерви за одржавање способности плаћања, способности финансирања и очувања супстанце осталих средстава, стварају се повољни услови за остварење бољег финансијског резултата, већег задржавања добитка и повећања вредности имовине предузећа.

Финансирање из скривених резерви

Скривене резерве имају предузећа чији биланс садржи латентне резерве, које настају потцењивањем активе, или прецењивањем пасиве (када предузеће има веће скривене резерве, тада су мање потребе за краткорочним и дугорочним задуживањем).

Вођење политике скривених резерви ограничено је прописима о билансирању и билансним начелима.

Скривене резерве се не виде у билансу. Основица по којој се врши процена појединих билансних позиција често није најтачнија, па предузеће може имати скривене резерве или скривене губитке који настају као разлика између стварног и инвентарног стања.

Скривене резерве од потцењивања делова активе, могу настати:

Потцењивањем вредности основних средстава – Резерве настају када је:

- ❖ амортизациони период краћи од века трајања основног средства (на пример ако је век трајања машине 10 година, а машина се убрзано амортизује за 5 година),
- ❖ када се примењује метода опадајуће дегресивне амортизације (тада настаје разлика између стварне и садашње вредности основних средстава, с тим што су стварне вредности веће од садашњих, па је предузећу потребно мање извора финансирања).

Потцењивањем вредности залиха – Скривене резерве код залиха материјала настају када се у билансу залихе билансирају по набавним ценама, које су ниже од последњих набавних цена, под условом да цене расту. Стварна вредност залиха је вредност обрачуната по последњим набавним ценама, а оне су вредноване по првим улазним ценама које су ниже. Разлика између ове две вредности представља скривене резерве.

Потцењивањем вредности потраживања и хартија од вредности – Скривене резерве настају индиректним отписивањем изнад стварних ризика (изнад стварног отписа), и чини их разлика између индиректног и стварног отписа.

Скривене резерве настају и код девизних потраживања, ако се потраживања билансирају по нижем курсу од владајућег на девизном тржишту. На хартијама од вредности скривене резерве настају када се билансирају по нижој вредности од њихове тржишне вредности, која се постиже на финансијским тржиштима.

Скривене резерве од прецењивања делова пасиве настају када се обавезе прецене, а тај прецењени износ обавезе се стварно не плати повериоцима. Ове резерве могу настати:

- Резервисањем за сумњива потраживања - Скривене резерве настају када предузеће прецени ризик наплате потраживања од дужника (ако је резервисање извршено неосновано).
- Резервисањем за затезне камате - Када предузеће очекује да ће због несолвентности морати да плати затезну камату за нередовно плаћање обавезе, оно унапред обрачунава затезну камату. Међутим, ако се то очекивање не оствари, тада је резевисана (створена) обавеза за затезну камату скривена резерва.
- Билансирањем девизних обавеза – Када се билансирање девизних обавеза врши по вишем курсу од оног на девизном тржишту, тада се ствара разлика која представља скривене резерве, па овакво финансирање траје све док се курс на девизном тржишту не изједначи са курсом по којем су девизне обавезе билансиране, или се девизне обавезе не плате по

девизном курсу на дан плаћања. Разлика између тог курса и курса по којем су девизне обавезе билансиране не приходује.

- Дугорочним резервисањем - Када предузеће изврши веће резервисање за покриће неког будућег трошка, од стварног трошка, настају скривене резерве у висини те разлике. Ово је најчешће случај са дугорочним резервисањем. Ово скривено финансирање траје све док се вишак дугорочног резервисања не укине у корист прихода.

Могло би се закључити да скривене резерве представљају скривено финансирање. Међутим, биланс често истовремено садржи и скривене губитке, тако да разлика између скривених резерви и скривеног губитка представља скривено финансирање.

Финансирање из амортизације

Амортизација се може посматрати са неколико аспеката: опште економског, рачуноводственог и финансијског. Са финансијског аспекта амортизација представља специфичан трошак предузећа, и сразмерна је поступном физичком и економском трошењу дугорочне имовине.

Вредност дугорочне имовине се постепено преноси на нове производе, те амортизација треба да одрази реално трошење дугорочне имовине. Трошак амортизације не зависи од промена у обиму производње.

Када се амортизација посматра у односу на произведену количину готових производа, тада је трошак амортизације променљив (може бити виши или нижи по јединици производа).

Амортизација се може обрачунавати применом:

- метода пропорционално - линеарне амортизације (трошак амортизације је у свакој години једнак, а односи између трошка амортизације и финансијског резултата су током читавог периода експлоатације дугорочне имовине константни),
- метода растуће - прогресивне амортизације (трошак амортизације расте прогресивно, тако да је у првој години

најнижи а у последњој највиши, што доводи до тога да се финансијски резултат из године у годину смањује),

- метода опадајуће - дегресивне амортизације (трошак амортизације опада дегресивно, тако да је у првој години највиши, а у последњој години најнижи, што доводи до тога да се финансијски резултат из године у годину повећава).

Трошак амортизације и финансијски резултат налазе се у међусобној зависности - што је већа амортизација, мањи је финансијски резултат и обрнуто. Када предузеће жели да што пре искаже бољи финансијски резултат, да тиме повећа дивиденду, да повећа потражњу за акцијама, као и да привуче инвеститоре ради повећања капацитета и повећања обима пословања, обрачун амортизације ће вршити по растућој амортизацији, чиме ствара могућност за веће задржавање добитка и јачање основног капитала.

6. Солвентност предузећа

6.1. Услови одржавања оптималне солвентности предузећа

Најважнији услови које треба обезбедити за постизање и одржавање солвентности предузећа су:

- позитивна билансна неравнотежа,
- позитиван финансијски резултат,
- позитиван новчани ток.

Позитивна билансна неравнотежа – подразумева дугорочно везану имовину која је мања од дугорочних извора, а краткорочно везана имовина већа је од краткорочних извора финансирања.

Ова неравнотежа пожељна је са аспекта:

- солвентности - један део краткорочно везане имовине финансира се из дугорочних извора, који се трансформише у новац у року од једне године, а дугорочни извори из којих се финансира трају дуже од тог периода, ствара се новчана резерва

солвентности која предузећу побољшава солвентност.

- рентабилности - када се позитивна билансна неравнотежа одржава уз минималну резерву солвентности, тада та резерва неће знатно смањивати рентабилност предузећа.
- новчаних токова - код позитивне билансне неравнотеже предузеће има усклађене новчане токове. Предузеће има усклађена новчана примања од трансформације краткорочно и дугорочно везане имовине у новац, са новчаним издацима за измирење обавеза према краткорочним и дугорочним изворима финансирања.

Неутрална билансна равнотежа постоји када је краткорочно везана имовина једнака, по обиму и року, са краткорочним изворима, а дугорочно везана имовина једнака дугорочним изворима финансирања.

Негативна билансна равнотежа постоји када је краткорочно везана имовина мања од краткорочних извора, а дугорочно везана имовина већа од дугорочних извора финансирања. Тада предузеће део дугорочно везане имовине финансира из неодговарајућих краткорочних извора, што може проузроковати несолвентност.

Позитиван финансијски резултат – За обезбеђење сталне солвентности предузећа није довољно само да се постигне и одржава позитивна билансна неравнотежа, већ је потребно и да се оствари позитиван финансијски резултат, нарочито са аспекта солвентности и рентабилности. Већа рентабилност доноси већи финансијски учинак (принос од краткорочних и дугорочних улагања). Овако остварен финансијски резултат може се употребити за исплату дивиденди, може се издвојити као задржани добитак или издвојити за стварање резерви.

Већи позитиван финансијски резултат омогућује веће задржавање добитка у предузећу, чиме се побољшава дугорочна финансијска равнотежа и повећава основни капитал. Задржавањем добитка повећава се способност дугорочног финансирања, а смањује стопа задужености, чиме се стварају услови за осигурање солвентности.

Кад предузеће оствари укупне приходе који су једнаки укупним

расходима, онда је остварило неутралан финансијски резултат. Овај резултат представља доњу границу испод које се финансијски резултат не би смео спустити.

Када предузеће оствари укупне приходе који су мањи од укупних расхода, онда оно остварује негативан финансијски резултат (губитак). Овакво стање по правилу проузрокује несолвентност, зато што предузеће са наплаћеним приходима не може да покрије све расходе.

Позитиван новчани ток – Позитиван новчани ток је значајан са аспекта солвентности и рентабилности. Са аспекта солвентности је пожељан због тога што тада предузеће остварује већа новчана примања од новчаних давања, а са аспекта рентабилности, зато што се вишак новчаних средстава до његове коначне употребе може уложити у нпр. краткорочне хартије од вредности, и тиме повећати приходе, финансијски резултат и рентабилност.

Доњу границу која се може толерисати у вођењу политике солвентности, чини неутрални новчани ток, ког кога су новчана примања једнака новчаним издацима. Ако су у том случају новчана примања синхронизована са новчаним давањима, по обиму и року, предузеће нема ни вишка, ни мања новца.

Нето новчани ток може бити и негативан, у случају када су новчана примања мања од новчаних давања, што доводи до несолвентности.

Наплата потраживања и плаћање обавеза утичу, како на стање новчаних средстава на жиро рачуну предузећа, тако и на солвентност. Финансијски менаџмент треба да настоји да убрзано наплаћује потраживања, и то:

- скраћењем рокова наплате потраживања,
- контролом наплате потраживања,
- скраћењем времена задржавања новца у каналима платног промета (брзом наплатом и спорим плаћањем, обезбеђује се максимално могућа расположивост новца).

Финансијски менаџмент не може у потпуности да предвиди будуће пословање предузећа, па зато предузеће формира и држи сигурносну

резерву солвентности, којом обезбеђује сигурност са аспекта солвентности предузећа. Ова резерва се ствара помоћу позитивног финансијског резултата, позитивне билансне равнотеже и позитивног нето новчаног тока.

Сигурносна резерва солвентности смањује рентабилност предузећа, јер та средстава нису укључена у процес репродукције, и не доприносе финансијском резултату. На овај начин се ствара опортунитетни трошак, који представља пропуштену зараду која се могла остварити да је резерва уложена у рентабилну привредну, или другу пословну активност.

Сигурносна резерва солвентности треба да буде:

- 1) планирана - планирањем ове резерве треба узети у обзир све унутрашње и спољашње могуће узроке који стварају ризик несолвентности,
- 2) флексибилна - резерва мора да буде флексибилна и да се динамички прилагођава промењеним потребама предузећа,
- 3) нужна - без ње се не може обезбедити стална платежна способност, имајући у виду ризике несолвентности и колебања у примањима и давањима предузећа,
- 4) минимална - резерва треба да буде минимална, и да битно не угрожава рентабилност, али довољна да обезбеди солвентност-

Када предузеће има синхронизована примања и давања, тада је потребан нижи износ сигурносне резерве солвентности, и обрнуто. Примања предузећа зависе и од солвентности његових дужника. Ако је цела привреда несолвентна, ове резерве морају бити веће, јер су већи и ризици несолвентности.

6.2. Мере за повећање новчаних примања и мере за смањење новчаних издатака

Мере за повећање новчаних примања – У циљу очувања солвентности могу се предузети мере за повећање новчаних примања:

- производње,
- продаје и
- финансирања.

У области **производње** могу се предузети следеће мере:

- убрзање процеса производње - може се повећати производност рада и убрзати унутрашњи промет. Треба што више скратити и убрзати производни процес, постићи већи степен коришћења капацитета, смањити залихе и ослободити новац који је везан у залихама.
- повећање обима производње - стварају се предуслови за већу продају и већа новчана примања. Међутим, повећањем обима производње повећавају се новчани издаци, па је ова мера прихватљива, ако се њоме остварују већи приходи од расхода.
- промена производног програма - треба настојати да се производи и продаје она роба, која доноси већу зараду по јединици производа.

У области **продаје** могу се предузети следеће мере:

- повећање продаје и наплате потраживања - ово се може постићи побољшањем маркетинга, снижавањем продајних цена и увођењем погодности за купце за брже плаћање.
- свођење ризика наплате потраживања на минимум - предузеће треба да утврди критеријуме које купац треба да испуни да би му се роба могла продавати на одложено плаћање. Ако су ови критеријуми благи, онда се повећава продаја и просечно време наплате потраживања, али се повећава и губитак због ненаплативости потраживања. Ризик наплате потраживања се може смањити: продајом на одложено плаћање ограничене количине и вредности робе ризичном купцу, продајом робе чије је плаћање обезбеђено одговарајућим инструментом наплате потраживања (чеком, меницом), осигурањем наплате потраживања код осигуравајуће организације и уговарањем затезне камате за случај да се потраживање не плати у року.

- продаја имовине - може се продавати материјална имовина (залихе, машине, опрема...), и финансијска имовина (акције, обвезнице, менице...). У вези тога се може рећи, да се продаја имовине која није неопходна за одржавање континуитета производње и пословања, не одражава негативно, као када се продају други делови имовине.

У области **финансирања** могу се предузети следеће мере:

1. повећање извора финансирања - повећање краткорочних извора финансирања може се извршити краткорочним позајмицама новца на тржишту новца (банкарским кредитима или емисијом краткорочних хартија од вредности), а повећање дугорочних извора финансирања може се остварити преко: (средњерочних и дугорочних кредита, задржаног добитка и новчаних резерви).
2. убрзана амортизација - овим се дугорочна улагања у основна средства брже трансформишу у новац. Амортизацију треба убрзати, пре свега, код производних основних средстава, код којих је ризик физичког и економског застаревања највећи.

Мере за смањење новчаних издатака – Мере за смањење новчаних издатака могу се предузимати ради:

- смањења краткорочних улагања,
- смањења дугорочних улагања,
- смањења новчаних издатака из финансијског резултата.

Смањење краткорочних улагања може се односити на улагања у краткорочну материјалну имовину и улагања у краткорочну финансијску имовину.

Смањење улагања у краткорочну материјалну имовину може се постићи путем:

- смањења улагања у залихе - предузеће треба да сведе новчане издатке за залихе на што мању меру, што се постиже минимизирањем укупних трошкова набавке и држања залиха. Залихе треба формирати са већим бројем мањих набавки, а не мањим бројем већих набавки.

- смањења залиха недовршених производа и готових производа постиже се бољом производношћу, убрзањем продаје, као и смањењем обима производње и степена коришћења капацитета.
- смањења улагања у сталну обртну имовину - смањују се новчани издаци. Стална обртна имовина представља трајно везана новчана средства, где спадају минималне залихе сировина и материјала, недовршених производа и готових производа.

Улагања у краткорочну финансијску имовину везују новац предузећа на краatak рок. У ову имовину спадају: комерцијални записи, благајнички записи, депозитни сертификати и др. Смањење улагања у ову имовину може се постићи продајом те имовине на тржишту новца.

Смањење дугорочних улагања може се остварити кроз улагања у дугорочну материјалну имовину и дугорочну финансијску имовину. Када се планирају улагања у дугорочну материјалну имовину, смањење одлива новца се може остварити:

- скраћењем времена улагања - постиже се адекватном техничком припремом, уговарањем фиксних цена и рокова улагања.
- одлагањем нових улагања - улагања се могу одложити за неко будуће време када новчана позиција предузећа буде боља, што позитивно утиче на солвентност предузећа у садашњости.
- смањењем или одустајањем од планираних улагања - њиховим свођењем на реалне финансијске могућности и одустајањем од улагања, истовремено се елиминишу новчани издаци у садашњости, али и новчана примања у будућности.
- одлагањем улагања у замену дотрајалих основних средстава - ово може да послужи као ефикасна мера за време трајања финансијских потешкоћа око одржавања солвентности. Коришћење старе опреме изискује веће трошкове одржавања, али су ти трошкови мањи од издатака за куповину нове опреме.
- давањем предности улагању у продуктивна основна средства - улагања у основна средства, која само омогућују процес репродукције, стављају се у други план, док су у првом плану

основна средства која директно учествују у процесу репродукције. То доводи до повећања производње, продаје и новчаних примања.

Улагања у дугорочну финансијску имовину могуће је смањити ако се планирају таква улагања. Међутим, ако су улагања већ извршена, тада није могуће вршити њихово смањење. На пример, када се планира куповина акција или обвезница, а процени се да би могли наступити већи финансијски поремећаји, предузеће ће, у циљу одржавања солвентности, одустати од те куповине или је одложити.

6.3. Критеријуми за избор мера политике солвентности

Постоји већи број мера којима се може утицати на солвентност предузећа.

Могући критеријуми политике солвентности су:

- Могућност реализације мера,
- Ризик реализације мера,
- Време реализације мера,
- Финансијски учинак реализације мера,
- Сачувати независност и контролу над предузећем и
- Очување независности и контроле над предузећем.

Могућност реализације мера – Основни принцип за избор мера политике солвентности јесте, да ли се те мере могу применити и реализовати, што зависи од већег броја интерних и екстерних чинилаца. Предност треба дати оним мерама које зависе од могућности самог предузећа, због тога што је теже примењивати мере које зависе од екстерних фактора (кредитне и монетарне политике, услова на тржишту...).

Ризик реализације мера – Примена појединих мера политике солвентности повезана је са одређеним ризиком. Пошто је могуће да се применом мере не постиже повећање новчаних примања или смањење

новчаних издатака, треба одабрати оне мере од којих се може очекивати да дају пуни финансијски допринос очувању солвентности. Ради смањења ризика несолвентности, предузеће образује сигурносну резерву солвентности.

Време реализације мера - Важан критеријум за одабир мера политике солвентности чини време реализације мера. У случају да је већ наступила несолвентност, треба одабрати мере које ће најбрже утицати на њено отклањање. Ако се несолвентност очекује у будућности, онда избор пада на мере које ће превентивно утицати на правовремено обезбеђење довољно новца, чиме ће се спречити ризик несолвентности. Међутим, мере које делују брже, по правилу, носе већи ризик од мера које доносе позитиван резултат у дужем временском периоду. Често је потребно да се истовремено предузме више мера, како би се њиховим заједничким деловањем постигли већи ефекти.

Финансијски учинак реализације мера – Значајан критеријум за избор мера политике солвентности је и финансијски учинак реализације мера, па у том смислу треба примењивати оне мере којима ће се: повећати новчана примања, смањити новчани издаци, и обезбедити оптималан финансијски резултат и рентабилност.

Сачувати независност и контролу над предузећем – При избору треба одабрати оне мере које ће највише повећати новчана примања. Треба обезбедити синхронизацију новчаних примања са плаћањем доспелих обавеза, и са накнадним негативним учинцима на смањење финансијског резултата у будућности. Будући да мањи новчани издаци повећавају количину новца за покривање обавеза предузећа, треба примењивати и оне мере које највише смањују новчане издатке.

Очување независности и контроле над предузећем – Важан критеријум одабира мера политике солвентности, и има велики утицај на независност и контролу над предузећем. Када се предузеће прекомерно задужи ради отклањања несолвентности, то може довести до зависности предузећа од поверилаца, што доводи до тога да се повериоци мешају у пословну политику предузећа.

6.4. Унутрашњи узроци несолвентности предузећа

Унутрашњи узроци несолвентности предузећа делују унутар самог предузећа, и могу бити:

- финансијска неравнотежа у билансу стања,
- финансијска неравнотежа у билансу успеха,
- финансијска неравнотежа у новчаном току и
- расподела финансијског резултата.

Финансијска неравнотежа у билансу стања може бити последица:

1. **Краткорочне и дугорочне финансијске неравнотеже** - Несолвентност може проузроковати неуравнотеженост појединих делова активе и делова пасиве по обиму и року. Овај несклад настаје када је у билансу стања краткорочна финансијска равнотежа померена према краткорочним изворима финансирања, а истовремено дугорочна финансијска равнотежа померена према дугорочно везаној имовини. Таква билансна позиција може проузроковати несолвентност, зато што предузеће један део дугорочно везане имовине финансира из краткорочних извора. Такође, несолвентност може наступити и када постоји рочна неусклађеност појединих делова активе и пасиве, односно, када су улагања у активи дугорочнија од времена расположивости извора у пасиви, из којих се финансирају та улагања.
2. **Финансирања дугорочних улагања у основна средства** - Дугорочна улагања у основна средства изазивају велики одлив новца у катком временском периоду. Тако уложен новац се дугорочно мобилише и везује у дугорочну материјалну имовину. Овај новац се споро враћа преко амортизације и нето добитка. Временска неусклађеност између великих новчаних издатака за инвестиције у садашњости, и недостајућих новчаних примања у будућности, може да доведе до несолвентности. Дугорочна улагања у основна средства дугорочно везују новац, те их је потребно финансирати из дугорочних извора, јер ако би се та

улагања финансирала из краткорочних извора, могла би наступити несолвентност. Када се дугорочна улагања у материјалну имовину финансирају из неодговарајућих извора, предузеће може запасти у тешку финансијску ситуацију, због чега може постати неспособно да измирује доспеле обавезе према добављачима опреме, извођачима радова, итд. У условима инфлације, прекорачење рокова доводи до великог прекорачења вредности дугорочног улагања. Уколико предузеће погрешно одабере технологију и производи неквалитетне производе, настаје гомилање залиха готових производа и нередовни прилив од продаје, што доводи до несолвентности.

3. **Финансијских улагања у хартије од вредности** - Велики одлив новца настаје улагањем у дугорочне хартије од вредности. Пре улагања у акције других предузећа и банака, долази до великог одлива новца, које доводи до трајне имобилизације и везивања финансијских средстава. Новац који је уложен у акције, враћа се само ако се акције продају, па зато улагање у акције треба финансирати из дугорочних извора, по могућности из сопствених. Улагање у обвезнице, такође, изазива одливање новца, али ова улагања нису трајна, јер имају рок доспећа, и код њих предузеће остварује повремене новчане приливе од наплате главнице и камате, што позитивно утиче на солвентност.
4. **Финансирања краткорочних улагања у залихе** - У залихама сировина и материјала, недовршених производа и готових производа краткорочно је везан новац, који се у периоду док је тако везан ме може користити за одређена плаћања. Залихе стварају трошкове (наручивање, држање), које умањују финансијски резултат. Пошто залихе везују новац за кратак рок, њих треба финансирати из краткорочних извора, али један део залиха везује се за новац на дуги рок.
5. **Финансирања краткорочних улагања у потраживања** - Улагања у краткорочна потраживања од купаца су значајна за одржавање солвентности. Важно је да се у року наплате краткорочна потраживања од купаца, јер од тога зависе новчана

примања. Потраживања су новчана средства која се не могу користити за плаћање, па везивање веће количине новца у краткорочна потраживања делује негативно на солвентност и рентабилност.

6. **Структуре ликвидне имовине** - Ликвидност означава проточност и способност неновчаних делова имовине предузећа, да се трансформише у новац. Ликвидна имовина предузећа се трансформише најкасније у року од једне године, па се са тог аспекта може изједначити са краткорочном имовином. Најликвиднија су новчана средства, пошто су у новчаном облику, и одмах се могу употребити за плаћање (чекови, менице и друге краткорочне уновчиве хартије од вредности).
7. **Испадања имовине из употребе** - Испадање краткорочне и дугорочне имовине из употребе може проузроковати несолвентност, због тога што таква имовина проузрокује губитак супстанце имовине која се мора надокнадити куповином нове имовине, што изазива одливање новца. Када дугорочна материјална имовина испадне из употребе, она више не учествује у стварању финансијског резултата, а то се може десити због застарелости, квара или других разлога. Из употребе може да испадне и краткорочна имовина (обртна средства), због квара, расхода или лома залиха. У том случају ни та имовина не доприноси стварању финансијског резултата, али га и не смањује по основу амортизације.

Финансијска неравнотежа у биланску успеха (неравнотежа прихода и расхода) може бити последица:

- Негативног финансијског резултата,
- Неутралног финансијског резултата,
- Позитивног финансијског резултата.

1. **Негативни финансијски резултат** - Губитак смањује краткорочну имовину, (обртна средства), а повећава обавезе према повериоцима, нарушава дугорочну финансијску равнотежу и финансијску способност предузећа. Тако у случају

губитка, предузеће не може да издваја задржани добитак и резерве, нити да повећава основни капитал из финансијског резултата,

2. **Неутрални финансијски резултат** - Јавља се у тренутку када су приходи једнаки расходима, што може довести до несолвентности, ако се приходи (потраживања) споро наплаћују, или се не могу наплатити, а расходи (обавезе) се брже измирују,
3. **Позитивни финансијски резултат** - У случају добитка (позитивног финансијског резултата), може доћи до несолвентности, ако се приходи споро наплаћују, а обавезе брже плаћају. Такође на будућу солвентност предузећа утиче и расподела оствареног нето добитка.

Финансијска неравнотежа новчаних токова – Наплата прихода и исплата расхода, производи новчане токове (кеш флоу), који су значајни за солвентност. Наплата прихода повећава новчана примања, чиме се повећава износ расположивог новца и омогућава плаћање доспелих обавеза. Новчана примања остварују се од продаје акција, узимања кредита, од наплате потраживања, и др. Исплата расхода производи новчана давања која смањују стање расположивог новца, и слабе способност плаћања обавеза (код куповине опреме, акција, обвезница, исплате дивиденди, исплате обавеза према повериоцима...).

Расподела финансијског резултата – Предузеће својим пословањем остварује бруто финансијски резултат (бруто добитак), из кога плаћа накнаду (камату) повериоцима за коришћење позајмљених средстава, затим порез на добит, итд. Остварени нето добитак у акционарским друштвима, распоређује се за исплату дивиденди, за задржани добитак, и за резерве. Задржаним добитком и резервама задржава се новац у предузећу, док се исплатом дивиденди одлива новац из предузећа. Исплата високих дивиденди може довести до несолвентности предузећа, а насупрот томе, задржани добитак позитивно утиче на солвентност, јер се тиме повећавају дугорочни извори финансирања из финансијског резултата.

6.5. Спољашњи узроци несолвентности предузећа

Монетарна политика централне банке - Задатак банке је да врши усклађивање количине новца у оптицају, са потребама привредних и непривредних субјеката. Ово усклађивање има велики значај за солвентност, јер од количине новца у оптицају зависи привредна стабилност, привредни раст, стабилност цена и девизни курс.

Новчана маса не може проузроковати несолвентност, ако раст новчане масе у одређеном периоду одговара расту бруто друштвеног прихода, под условом да се распоред новчане масе на привредне и непривредне субјекте не мења.

Кредитна политика пословних банака - Пословне банке имају задатак да мобилишу слободна новчана средства својих комитената, и да га пласирају као кредит оним субјектима којима новац недостаје.

Поред тога, врши се и међубанкарско кредитирање, ако банке које имају вишак новца, дају кредите банкама које имају мањак новца. Тиме се побољшава ликвидност и солвентност банака. Између солвентности банака и солвентности њихових клијената постоји међузависност. На финансијски потенцијал и солвентност банака утиче профитабилност и солвентност комитената и стање њихових депозитних рачуна, а са друге стране, да би предузећа била солвентна потребно је да и банке чији су комитенти, буду такве. Неодговарајућом политиком рочне трансформације средстава у банкама може се проузроковати несолвентност предузећа и банака. Ради се о одступању од банкарског правила, да се краткорочни депозити користе за краткорочне пласмане, а дугорочни за дугорочне пласмане.

Платни промет - Брзина преноса новца од дужника до повериоца зависи од платног промета. На солвентност повериоца позитивно утичу бржи новчани приливи. Са друге стране, ако се велики део новчане масе налази у каналима платног промета, и ако је платни промет спор, то ће негативно утицати на солвентност, јер ће депозити предузећа и банака бити мањи. Због тога ће и могућности за плаћање доспелих обавеза бити мање.

Постоји функционална веза између платног промета, циркулације новца преко жиро рачуна комитента банке и стања депозита и финансијског потенцијала банке. Поред тога, од брзине платног промета зависи и количина новца у оптицају.

Примарна и секундарна расподела новца – На солвентност предузећа имају утицај примарна и секундарна расподела новца. Примарна расподела новца обавља се на тржишту посредством продајних и набавних цена. Ако предузеће има диспаритет између продајних и набавних цена (депресиране продајне и апресиране набавне цене), тада има и диспаритет између новчаних примања и давања, због чега може наступити несолвентност.

Секундарна расподела новца спроводи се посредством фискалне политике. Она се обавља између предузећа, државе и локалне самоуправе, преко плаћања јавних прихода. Пореским ситемом се дефинише које јавне приходе плаћају предузећа, од чега зависи колико новца остаје предузећу.

Када су примарна и секундарна расподела новца неповољне за предузеће, онда оно смањује могућност задржавања добитка, што намеће потребу за новим задуживањем. Повећавају се издаци за плаћање камата на позајмљена средства.

Државни буџет и други буџети – Из државног буџета финансирају се јавни расходи. Буџетска средства се обезбеђују из јавних прихода (порези, царине, таксе...), које плаћају правна и физичка лица. Високи јавни приходи негативно делују на солвентност предузећа, јер плаћање тих обавеза слаби њихову новчану позицију. Буџетским средствима држава финансира обавезе према корисницима у области одбране, безбедности, школства, здравства. Неблаговремено измиривање тих обавеза може довести до несолвентности корисника буџетских средстава.

Активност државних органа – Законодавна власт треба да доноси прописе којима се регулише систем плаћања, инструменти плаћања и санкције за неблагоприятно плаћање. Судска и извршна власт треба да спроводе те прописе у пракси, и да примењују санкције према несолвентним дужницима (стечај и ликвидација предузећа).

Инфлација – Инфлацију карактерише пад куповне моћи новчане јединице и општи пораст цена роба и услуга. Код инфлације брже расту набавне цене од продајних цена. Инфлацију прати раст цена, па куповина сировина, енергената и опреме, захтева веће новчане издатке. Тада долази до претераног штампања новчаница велике номиналне, а мале стварне вредности. Иако се залихе код непромењеног обима производне у физичком смислу не повећавају, у новчаном изразу се повећавају због раста цена, а тиме се ствара потреба за повећањем извора финансирања залиха.

На овај начин се повећава вредност свих залиха, као и вредност сталне краткорочне имовине. Ако се у том случају не повећавају дугорочни извори сразмерно повећању те имовине, може се нарушити дугорочна финансијска равнотежа, померањем у корист дугорочно везане имовине, што угрожава солвентност.

ПИТАЊА ЗА ПРОВЕРУ ЗНАЊА:**III Корпоративно финансирање предузећа**

1. Шта обухвата процес финансирања предузећа?
2. Наброј и објасни основна начела финансирања предузећа.
3. Која су најважнија хоризонтална правила финансирања?
4. Шта одређују вертикална правила финансирања?
5. Шта представља временска вредност новца?
6. Како се финансирање може поделити према року расположивости извора?
7. Шта подразумева финансирање добављачким кредитом?
8. Објаснити какво је то финансирање сопственим меницама.
9. Објаснити шта подразумева кредитна линија, а шта подразумева револвинг кредит.
10. Шта све обухвата финансирање средњорочним кредитима?

IV

ПОРЕСКИ СИСТЕМ

IV ПОРЕСКИ СИСТЕМ

Порески системи савремених држава међусобно се разликују, не само у односу на саставне елементе, него и у погледу учешћа појединих пореских облика у структури јавних прихода фискалног карактера. Свака држава креира и спроводи макрофинансијску политику, чије су две главне полуге: пореска (фискална) политика и монетарно-кредитна политика. Порески систем једне земље чини укупност свих облика пореза (јавних прихода). Пореска политика је део економске и социјалне политике једне земље. Она обухвата усклађено деловање државних институција (кроз убирање јавних прихода) на расподелу, размену, потрошњу и производњу у одређеном националном простору, у одређеном времену, и у складу са друштвено прихватљивим циљевима и задацима. Порез представља инструмент јавних прихода којим држава од субјеката под својом пореском влашћу, принудно узима новчана средства, без непосредне противуслуге, у сврху покривања својих финансијских потреба и постизања других, првенствено економских и социјалних циљева. На тај начин порез представља најзначајнији инструмент прикупљања прихода у државној економији. Порези се у пракси схватају као инструменти за обезбеђење потребних буџетских прихода, иако се користе и за остварење других циљева (економских и социјално-политичких), па зато финансијско-политичка начела имају приоритет у односу на друга. Према овим начелима порези треба да буду издашни у тој мери, да покрију све државне расходе, односно треба да буду такви, да се приходи од њих могу по потреби повећавати или смањивати.

1. Појам пореског система

Порески систем једне земље чини укупност свих облика пореза, односно јавних прихода. У савременим привредним системима јавни приходи имају значајну фискалну, економску и социјалну улогу, и јављају се у разилитим облицима као што су порези, доприноси, таксе, накнаде, итд. Јавни приходи служе за подмиривање трошкова који имају општи карактер.

Порез као део јавних прихода, представља најзначајнији инструмент прикупљања прихода у државној економији. Он представља инструмент јавних прихода којим држава од субјеката под својом пореском влашћу принудно узима новчана средства, без непосредне противуслуге, у сврху покривања својих финансијских потреба и постизања других, првенствено економских и социјалних циљева.

Опште карактеристике пореза су да у његовој основи лежи принуда и да порез представља одређено давање без директне противнакнаде. То је такав облик прихода код којег није унапред утврђена сврха за коју ће се употребити, и наплаћује се искључиво у новцу.

Порески системи савремених држава међусобно се разликују, не само у односу на саставне елементе, него и у погледу учешћа појединих пореских облика у структури јавних прихода фискалног карактера. Наведене разлике настају због различитих фактора, од којих су најважнији:

1. Развијеност привреде – У развијеним земљама веће учешће у структури јавних прихода имају порез на доходак и порез на имовину, док је у мање развијеним земљама веће учешће пореза који погађају потрошњу (порез на додату вредност и акцизе).
2. Друштвено-економско уређење – У земљама са развијеним тржишним привредама пореска политика се води на начин да се обезбеди оптималност у остваривању алокативних и редистрибутивних циљева. Порески подстицаји су релативно распрострањени, и основ за њихово пописивање су чврсто постављени критеријуми, који су углавном економске, еколошке

или социјално-политичке природе. У неразвијеним тржишним привредама порези, и други јавни приходи се користе као трансфер средстава из државних предузећа у буџет.

3. Флексибилност појединих пореза – Уз претпоставку да се пореске стопе и олакшице не мењају, на промене у структури пореског система утичу промене у привредним кретањима.
4. Структура радне снаге – Најефикаснији механизам за наплату пореза на доходак физичких лица је наплата овог пореза у моменту исплате, али то није могуће када велики број лица самостално обавља своју делатност (порез се плаћа на основу решења надлежног пореског органа).
5. Степен отворености економије – У земљама које настоје да остваре што веће учешће спољнотрговинског сектора у друштвеном производу, води се рачуна о пореском ситему (нарочито када су у питању посредни порези), и то у смислу увођења пореских облика који ће поспешивати извоз.

2. Појам и циљеви пореске политике

Свака држава дефинише и спроводи своју макроекономску политику²⁸, чија су два главна дела: пореска (фискална), и кредитно-монетарна политика.

Пореска политика је део макроекономске политике. Обухвата усклађено деловање државних институција, кроз убирање јавних прихода за расподелу, размену, потрошњу и производњу, у одређеном националном простору и времену, а у складу са друштвено прихватљивим циљевима и задацима. Субјект пореске политике је држава (њени органи од централних до локалних). Држава располаже правом увођења пореза и других јавних прихода, и одређивање

²⁸ Prašević, A. (2014). Big debates in Macroeconomics: the end of radical antiKeynesianism? In: *Ekonomska politika i razvoj*, edited by Biljana Jovanović Gavrilović, 1-22. Beograd: Ekonomski fakultet.

њихових параметара. Колики ће бити број субјеката с пореском обавезом у једној држави, зависи од друштвено-политичког уређења те државе. Мере пореске политике ослањају се на порески систем. Под пореским системом се подразумевају све врсте пореза, такса, доприноса и других давања, која чине јавне приходе с једне, и сви облици јавних расхода и прописи који их уређују, с друге стране. Субјекти пореске политике користе пореске облике, као и њихове елементе из пореског система.

Мере пореске политике примењују се паралелно са другим мерама, посебно са мерама кредитно-монетарне политике. Шири спектар утицаја инструмената пореске политике доприноси да се њиховом применом реализују три битне функције, односно циља:

- Стабилизациони,
- Алокативни,
- Редистрибутивни.

Стабилизациона функција пореске политике огледа се у њеном дејству на постизање и очување пуне запослености (смањење незапослености), затим стабилног нивоа цена и уравнотеженог платног биланса земље. Стабилизациона пореска политика има двоструки задатак, што зависи од тога о каквој је привредној неравнотежи реч. Ако је привреда у стању дефлаторне неравнотеже, тада је улога стабилизационе пореске политике да подстиче тражњу у привреди (кроз бројна смањења у пореској прерасподели личне, а нарочито инвестиционе тражње и потрошње), док у случају ако је на делу инфлаторна неравнотежа (ликвидна новчана средства су већа од реалне понуде добара и услуга), стабилизациона пореска политика састојаће се у напорима да се преко одговарајућих пореза и њихових параметара захвати део вишка тражње. Да би пореска политика остварила своју пуну функцију, најпре треба да се утврди карактер инфлације и да се у складу са тим планирају одређене мере.

Алокативна функција пореске политике огледа се у алокацији и коришћењу производних ресурса. Стимулисање инвестиционе активности, држава може постићи смањењем пореских стопа на добит предузећа одређених грана, остављајући тако његов већи део за улагање у проширену репродукцију. Такође, мерама пореске политике треба подстицати акумулацију, као примарну економску категорију, као и инвестиције по привредним гранама, областима и регионима.

За остварење ових циљева и задатака уводе се разна пореска ослобађања и пореске олакшице.

Редистрибутивна функција пореске политике често се истиче као њена изворна функција, зато што је садржана у карактеру њених инструмената. Остварује се дејством инструмената пореске политике, којима се постиже корекција односа из примарне расподеле. Уз редистрибутивну функцију остварује се и социјална функција. Овом функцијом врши се прерасподела националног дохотка између различитих друштвених слојева. Ако је пореска политика заснована на социјалним принципима, онда ће се њене акције усмеравати у два правца:

- да се оштрим прогресивним пореским стопама захвати доходак имућних грађана,
- да се пореским олакшицама помогне сиромашним друштвеним слојевима.

Реализација сабилизационе, алокативне и редистрибутивне функције пореске политике указује да је поље њеног дејства широко, и да се простире од сфере општих потреба, преко расподеле дохотка и имовине, до ефеката стабилизације и структурних прилагођавања привредног сектора.

Наведене циљеве пореска политика реализује применом фискалних инструмената. Да би се успоставила координација деловања инструмената и реализовали циљеви који су приоритетни, фискална, односно пореска политика треба да реши проблеме унутрашњег заостајања, путем благовременог уочавања поремећаја, доношењем одлука и њиховом применом.

3. Пореска начела

3.1. Финансијско-политичка пореска начела

Порези се у пракси подразумевају као инструменти за обезбеђење потребних буџетских прихода, иако се користе и за остварење других циљева (економских и социјално-политичких), па зато финансијско-политичка начела имају приоритет у односу на друга. Према овим начелима, порези треба да буду издашни у тој мери да покрију све државне расходе (порез треба да буде покретљив и треба да буде способан да се брзо прилагођава насталим променама), односно треба да буду такви да се приходи од њих могу, по потреби повећавати или смањивати. У групу ових начела спадају:

Принцип издашности – Порески систем треба да буде издашан, односно треба да осигура довољно средстава за подмирење јавних потреба. Држави је потребан такав порески систем којим ће уредно и неинфлаторно обезбедити довољно финансијских средстава за покриће свих редовних јавних расхода, као и мањи или већи износ средстава за покриће одређених ванредних расхода.

Принцип еластичности – Овај принцип представља захтев да се порези што брже и потпуније прилагођавају променама у висини јавних расхода. Порески систем треба да обезбеди да порески приходи расту брже од националног дохотка, а да се у ту сврху не уводе нови порези и да се не повећавају пореске стопе. Да би се постигла оваква еластичност пореског система, потребно је да пореска власт опорезује секторе који имају високе стопе раста, да примењује прогресивне пореске стопе, и да опорезује потрошњу која има високу стабилност потражње.

Еластичност пореза посебно је значајна у условима привредног раста, који захтева висока државна улагања у привредну инфраструктуру. Раст пореских прихода омогућиће да се таква улагања не финансирају из иностраних извора или домаћег задужења.

Када се говори о еластичности пореза, могу се разликовати: **финансијска еластичност пореза** (својство пореза да се прилагођава променама у јавним расходима). На пример, порез на промет и акциза на одређене производе, и порез на имовину, задовољавају критеријум финансијске еластичности. Ако доходатк обвезника опадне, његова потрошња ових производа неће опати, или ће се врло мало смањивати јер се обвезник због пада дохотка тешко лишава стечених навика, и **економска еластичност пореза**.

Уколико приходи пореских обвезника расту и прате раст јавних расхода, држава не мора да мења пореске стопе, јер како се повећава обвезникова потрошња, тако расту и порески приходи, а да при томе пореска стопа остаје иста.

Принцип ефикасности означава захтев да порези буду тако постављени, да што мање утичу на економске одлуке привредних субјеката на тржишту. Међутим, сваки порез нужно оставља ефекте на њихово понашање, јер им умањује расположиви доходак.

Порези су нужност, јер је основни циљ њиховог убирања сакупљање довољних средстава за подмиривање јавних расхода, којима се користе сви појединци у друштву.

Увођење пореза наводи пореске обвезнике да промене своје понашање, па они предузимају мере да умање своју пореску обавезу, или да се те обавезе потпуно ослободе. На пример, ако се по вишим стопама опорезују велики аутомобили, а мали аутомобили по нижим стопама, већина људи ће се без обзира на своје жеље одлучити за куповину малих, јефтинијих аутомобила, тако да и поред тога што ће плаћени порез за мањи аутомобил бити мањи него за велики, порески обвезник ће бити незадовољан, јер га је порез натерао да се вози у мањем аутомобилу. Незадовољство које постоји и поред плаћеног пореза ствара вишак пореског терета, па се тако укупан порески терет дели на убрани порез и вишак пореског терета.

Циљ сваког пореског система је да што је могуће више смањи вишак пореског терета који представља меру привредне неефикасности, јер ће тиме бити максимално задовољено начело привредне ефикасности пореза.

Принцип умерености пореског оптерећења налаже да порези не буду превисоки, јер ако обвезник сматра да нису умерени, то ће неповољно утицати на његову вољу за рад и развијање делатности којом се бави.

80-тих година XX века у САД, у економској политици Регановог доба, водила се велика расправа о идеји која је била везана за пореске стопе и висину прихода државног буџета. Економски стручњаци предвођени Артуром Лафером сматрали су да су високе граничне пореске стопе главни кривци за постојање ниске националне штедње, малих инвестиција и рецесије, и били су уверени како ће смањивање граничних пореских стопа довести до побољшања економских прилика у САД.

Основни аналитички инструмент била је крива (Лаферова крива), која је показивала однос између пореских стопа и пореских прихода (при пореској стопи од 0%, и по стопи од 100%, порески приходи су једнаки 0). Порастом пореске стопе расту и порески приходи, али након неке тачке порастом пореске стопе се не повећавају порески приходи, већ управо обрнуто.

Међутим, пракса је демантовала Лаферову криву. Емпирија је показала да су се стопе штедње после смањивања пореза смањиле, порески приходи нису се повећали, већ су се и смањили што је, између осталог допринело повећању буџетског дефицита.

Принцип избора пореског извора – Под сталним пореским изворима подразумевају се извори који се стално обнављају (доходак), а не имовина која се не обнавља непрестано, већ представља акумулирани доходак ранијег периода. Уколико је пореско оптерећење тако високо да обвезник не може да подмири своју обавезу из текућег периода, поставља се питање поштовања принципа умерености опорезивања.

У случају да обвезник због високог пореског оптерећења буде принуђен да отуђи имовину ради измирења доспелих пореских обавеза, то утиче на смањење мотивације за рад и штедњу.

Ипак, у неким ванредним случајевима, држава може установити порезе којима ће извор бити имовина, а то су реални порези из имовине

(обично се уводе после рата да би се опорезовали приходи и имовина ратних профитера).

Принцип флексибилности – Овај принцип захтева да се порески приходи аутоматски усклађују са цикличним кретањима националног дохотка. Међутим, код неких врста пореза неопходно је да се у законодавном поступку примени пореска стопа, како би се порески приходи ускладили са коњуктурним кретањима у привреди. Та врста пореза је са становишта овог принципа нефлексибилна. Класификација пореза на флексибилне (на пример: порез на доходак грађана), и нефлексибилне (на пример: порез на имовину), зависи од мера које се предузимају у оквиру спровођења стабилизационе економске политике. Оне могу бити: аутоматске (изазивају ефекте, а да носиоци економске политике не морају да предузимају никакве акције) и дискреционе (подразумевају примену инструмената економске политике-смањење или повећање пореске стопе).

Принцип стабилности пореског система – Овај принцип налаже да се без велике потребе не спроводе пореске реформе. У зависности од степена промена пореских прописа разликују се: радикалне (приликом њиховог спровођења порески систем се из корена мења тиме што се уводе нови порески облици, а неки укидају, или се из основа редефинише неки од постојећих облика пореза), и парцијалне пореске реформе (ове реформе подразумевају измене у пореској политици, односно промену неких пореских елемената, као што су пореска стопа или пореске олакшице). Ипак, уколико промена пореске стопе буде таква да доведе до радикалних ефеката, таква парцијална пореска реформа се може назвати и радикалном, што значи да се не може увек повући јасна црта између ових реформи.

Принцип идентитета пореског дестинатара и носиоца пореског терета – На остваривање економских принципа одлучујући утицај има преваљивање пореза. Порески обвезник, као лице које има обавезу да плати порез, може делимично или у целости, да превали порески терет на друга лица (пореске дестинатаре), услед чега се не смањује његов доходак или имовина. Преваљивање пореза представља појаву при којој законом одређени порески платац, путем мењања цена, пребацује

порески терет у целости, или делимично на друга лица, или ова лица на њих пребачени терет преваљују у целости или делимично на трећа лица.

3.2. Социјално-политичка пореска начела

При утврђивању пореске политике води се рачуна о томе да порези буду праведни. Праведним се сматра оно опорезивање које је опште и равномерно распоређено на све пореске обвезнике, па се отуда социјално-политичка начела појављују у два облика: као принцип општости и као принцип равномерности.

Општост пореза подразумева да сва лица морају да учествују у њиховом плаћању, јер се претпоставља да сва лица користе заједничке услуге државе. Међутим, захтев да се испоштује општост пореза не значи да не постоје различите пореске олакшице.

Пореска ослобађања могу се сврстати у неколико група:

- политичка (нпр., ослобађања за чланове дипломатских и конзуларних представништва),
- економско-политичка (нпр., ослобађања за новооснована предузећа),
- пореско-техничка (нпр., ослобађања јавних установа које приходе остварују из буџета),
- финансијска (ослобађања прихода по основу камате од јавног зајма),
- социјално-политичка (нпр., ослобађање егзистенцијалног минимума).

Равномерност у опорезивању представља материјалну претпоставку опорезивања и омогућава принцип способности плаћања пореза (плаћање према економској снази обвезника). Праведност при опорезивању предвиђа да се порези морају плаћати према општим објективним правилима која се сматрају разумно праведним. Међутим, о овој праведности постоје различита становишта. По једном, порезе би

требало плаћати према користи коју порески обвезници имају од пореза (обвезници би требало да плаћају порез у зависности од своје потражње за јавним услугама), а по другом порез би требало плаћати у зависности од могућности плаћања које има порески обвезник (исти порез треба да плаћају порески обвезници са истом платежном моћи која проистиче из економске снаге пореских обвезника, а мери се дохотком, имовином или потрошњом).

3.3. Финансијско-административна пореска начела

Финансијско-административна начела предвиђају одређеност пореза прописима и захтев да његово убирање не буде праћено високим трошковима. Ова начела обухватају:

- принцип законитости пореза,
- принцип минимализације административних трошкова и
- принцип минимализације трошкова плаћања пореза.

Принцип законитости пореза - начело по коме се опорезивање може вршити само на основу закона, старо је вековима. Увођење нових пореза и мењање појединих пореских института у већ постојећим пореским облицима, може се вршити искључиво законом. Међутим, због фактичке немогућности законодавца да законом уреди сва релевантна питања из пореске материје, у овој материји сусрећу се и подзаконски акти (одлуке, уредбе и правилници).

Из принципа законитости пореза проистиче начелна недопустивост ретроактивног (повратног) дејства пореских закона. Ово је у складу са правилом да се почетак важења закона рачуна од његовог ступања на снагу. Правна сигурност и извесност налажу да закони делују само за будуће.

Ипак, одступање од захтева за недопуштањем ретроактивности пореских закона, може се у пракси јавити код ванредних пореза. Одредбе закона треба да буду јасне и прецизне. Законске формулације треба да буду у тој мери јасне, да их може разумети и обвезник који нема потребно образовање.

Принцип минимализације административних трошкова - административни трошкови јесу трошкови које има пореска управа, а везани су за убирање пореза. Основни задатак пореске управе је да у оквиру постојећег пореског система прикупи што је могуће већи износ пореза.

Да би то остварила, мора да спроведе читав низ мера: да донесе упутства везана за поједине врсте пореза, да путем медија информише пореске обвезнике, одговара на питања пореских обвезника, да донесе решења за уврђивање пореза, и др.

Принцип минимализације трошкова плаћања пореза - трошкови испуњења пореске обавезе јесу трошкови које имају порески обвезници (правна и физичка лица), приликом испуњења захтева, које им поставља пореска управа. У трошкове које имају предузећа убрајају се сви трошкови које она имају, како би задовољила пореске прописе, па се тиме осим директног трошка јавља и трошак испуњења пореске обавезе. Физичка лица имају, такође, одређене трошкове. Она могу уз накнаду да ангажују професионалце који ће се бавити њиховим пореским обавезама. Трошак испуњења пореске обавезе мери се као плаћени износ професионалном пореском саветнику или рачуновођи.

4. Класификација пореза

У теорији постоје две идеје о структури пореског система, и то:

- порески монизам и
- порески плурализам.

Заговорници пореског монизма сматрали су да треба да постоји само један порез (физиократи у Француској), док порески плурализам представља порески систем који се састоји из више пореских облика и налази примену у свим пореским структурама. Класификацију пореских облика врши на следећи начин: непосредни (директни) и посредни (индиректни) порези, субјектни и објектни порези, аналитички и синтетички порези, ад валорем и специфични порези, редовни и ванредни порези, порези у новцу и натури.

Непосредни (директни) и посредни (индиректни) порези – Основ за поделу пореза налази се у томе како се манифестује пореска снага. Уколико се она манифестује поседовањем имовине или дохотка реч је о непосредним (директним) порезима, а ако се манифестује у виду потрошње ради се о посредним (индиректним) порезима.

Предности непосредних у односу на посредне порезе су:

- правични су, јер се порески терет утврђује на основу економске снаге, али само ако се захватају путем прогресивних стопа,
- приходи од ових пореза су стабилнији.

Недостаци непосредних пореза у односу на посредне су:

- захтевају релативно скупљу пореску администрацију,
- психолошки су теже прихватљиви,
- нееластични су и не прате коњукурна кретања.

Предности посредних пореза у односу на непосредне су:

- издашни су и еластични,
- порез је урачунат у цену производа, па је због тога анониман, и зато је према њему мањи отпор код пореских обвезника.

Недостаци посредних пореза у односу на непосредне су:

- несоцијални су, јер се њима опорезују артикли широке потрошње, што погађа сиромашне слојеве становништва.
- нестабилнији су, јер прате коњукурна кретања.

Субјектни и објектни порези – Као критеријум за ову поделу узима се метод утврђивања пореске способности. **Објектни** (реални) порези су они порези који се утврђују према објективним елементима, не водећи рачуна о личности пореског обвезника. Опорезује се сваки извор прихода одвојено без повезивања са другима (порези који погађају појединачне приходе грађана, као што су зарада, приходи од пољопривреде и шумарства, приходи од капитала и др.). Код **субјектних** пореза опорезивањем се обухватају сви приходи пореског обвезника као једна целина, и при томе се води рачуна о факторима

који су били од утицаја на утврђивање пореске обавезе. Везани су за одређену личност која остварује доходак или поседује имовину, при чему се узима у обзир неопорезиви минимум (породичне обавезе, број деце, здравствено стање), а у њих спадају порез на доходак грађана и порез на укупну нето имовину.

Аналитички и синтетички порези – Као критеријум разликовања узима се предмет опорезивања. Подела пореза на аналитичке и синтетичке заснована је на критеријуму обухватности пореске ситуације.

- Аналитички порези су они који погађају само један објект обвезникове имовине (нпр. зграду), или једну врсту обвезниковог прихода (нпр. приходе од самосталне делатности),
- Синтетички порези су они који обухватају укупну обвезникову имовину, укупан доходак или промет свих производа или услуга (порез на укупну имовину, порез на доходак грађана...).

Ад валорем и специфични порези – Критеријум за ову поделу представља начин на који се исказује пореска основица.

- Ад валорем порези (порези по вредности) су они код којих се пореска основица исказује у новчаним јединицама (нпр. имовина има тржишну вредност 500.000 динара, доходак износи 15.000 динара...). Порез се утврђује применом пореске стопе у одређеном проценту на овако исказану пореску основицу.
- Специфични порези су они код којих се пореска основица исказује у неким мерним јединицама (нпр. основица код акцизних производа-паклица цигарета, литар вина...). Пореска обавеза се у овом случају утврђује у апсолутном износу према мерној јединици (нпр. 0,50 динара по једном литру вина).

Редовни и ванредни порези – Посматрано са временске тачке гледишта, разликују се редовни порези, који представљају пореске облике који се редовно наплаћују за један период времена, и ванредни порези који се наплаћују у ванредним ситуацијама и служе за покриће ванредних јавних расхода (санација штета од великих елементарних непогода...).

Порези у новцу и натури – У савременим условима порези у новцу потпуно су потиснули порезе у натури, па је ова подела историјског карактера.

5. Порески систем у нашој земљи

Иако постоји велики број фактора који утичу на то да се порески системи разликују од једне до друге земље, ипак се може рећи да они почивају на концепту пореског плурализма.

Поред стандардних пореских облика (као што су порез на доходак физичких и правних лица, порез на додату вредност (ПДВ), акциза, порез на имовину), који чине порески систем већине земаља, постоји велики број специфичних фискалних облика који нису у великој мери издашни, али одражавају тренутну пореску политику неке земље. Основни задатак пореског система и пореске политике је прилагођавање околностима и чињеницама које су одлучујуће за процес опорезивања. Сталне промене услова привређивања директно утичу на промене пореских прописа и укидање појединих пореских облика. Порески систем једне земље настаје као резултат компромиса политичких снага у друштву, потребе за изналагањем нових извора за финансирање јавних расхода, и углавном није резултат унапред одређеног плана.

Уколико једна земља има више нивоа власти, порески систем постаје сложенији, и у том случају долази до извесног степена неусклађености између појединих облика пореза уведених од различитих нивоа власти. Овај проблем се у великој мери разрешава тако што законодавац доноси закон који садржи опште одредбе о јавним приходима.

Пореска политика у нашој земљи спроводи се на више нивоа власти, као што је Република, аутономна покрајина, град и општина. Врсте пореза који се могу уводити на територији Републике Србије су:

- 1) **Порез на добит предузећа,**
- 2) **Порез на доходак грађана,**
- 3) **Порез на имовину, код којег се разликују:**

- порез на имовну у статистици,
 - порез на наслеђе и поклон,
 - порез на пренос апсолутних права,
- 4) **Порез на потрошњу, односно порез на додату вредност (ПДВ),**
 - 5) **Порез на финансијске трансакције,**
 - 6) **Порез на употребу, држање и ношење одређених добара,**
 - 7) **Порез на фонд зграда.**

Порески обвезник

Порески обвезник је оно физичко или правно лице које је законом обавезно да плати порезе. Назива се и порески субјект, и то пасиван порески субјект. Активан порески субјект је држава која има право да утврђује и наплаћује порез. Порески обвезник је ужи појам од пореског дужника, јер сваки порески обвезник је уједно и порески дужник. Појам пореског дужника, поред појма пореског обвезника, обухвата и пореског платца, пореског посредника, пореског дестинатара и пореског јемца.

Порески платац је оно физичко или право лице које закон обавезује да обрачуна и уплати прописани порез (послодавац који исплаћује зараду, банка која исплаћује камату).

Порески посредник је дужан да са сваког рачуна пореског дужника (пореског обвезника или пореског платца), на основу њиховог налога за пренос средстава, обустави и по одбитку уплати утврђени порез, у своје име, а за рачун пореског обвезника или пореског платца, на одговарајући уплатни рачун.

Порески дестинатар је оно лице које је по слову законодавца позвано да сноси порески терет, тј. чију би економску снагу исказану кроз доходак или имовину, порез требао да умањи. Порески дестинатар може бити порески обвезник, али је могуће да то буде и неко друго лице. Овакво раздвајање пореског обвезника и пореског дестинатара

постоји код посредних пореза (порез на потрошњу). Намера је законодавца код ове врсте пореза да порески терет поднесе крајњи потрошач (купац), а не продавац који је одређен за пореског обвезника.

Порески јемац је оно лице које на основу закона или на факултативној основи одговара за пореску обавезу другог лица – пореског обвезника. У финансијског теорији постоји дилема код опорезивања дохотка физичких лица по питању одређивања пореског обвезника.

Решења су различита од земље до земље. Код нас, као порески обвезник је одређен појединац (индивидуално опорезивање). У овом случају пружају се пореске олакшице за брачног друга и издражаване чланове породице. Систем индивидуалног опорезивања је административно једноставнији од заједничког опорезивања. Систем заједничког опорезивања подразумева опорезивање заједничког дохотка свих чланова породице, супружника или чланова домаћинства, у зависности од тога о каквој је заједници реч.

У савременим фискалним системима нема дилеме да добит правних лица треба опорезивати посебним порезом, и то из разлога што је у друштвима капитала (акционарска друштва), концентрисана велика економска снага, која је независна од економске снаге акционара.

Ако су акционари физичка лица, доходак који је приписан њима опорезује се порезом на доходак, док се добит акционара (правних лица) опорезује порезом на добит. Овим начином опорезивања, дивиденде, односно удели, двоструко су опорезовани – први пут на нивоу друштва порезом на добит, и други пут на нивоу акционара, порезом на доходак физичких лица као приход од капитала.

У нашем пореском систему пословни резултат правних лица подлеже опорезивању посебним порезом - порезом на добит предузећа, без обзира да ли је у питању правно лице, организовано као друштво капитала, или друштво лица. Правно лице је обвезник и других пореских облика – пореза на промет, акциза, пореза на имовину и др.

Предмет опорезивања

Предмет опорезивања, односно порески објекат може се дефинисати са становишта науке о финансијама, и са становишта пореског права. Са становишта науке о финансијама, порески објекат представља материјални основ за увођење пореза. То могу бити приходи, доходак, имовина...

Са становишта пореског права, порески објекат представља одређене чињенице које су предуслов за настанак пореске обавезе. То могу бити физичка егзистенција пореског обвезника, односно све што може да манифестује економску снагу која се може опорезовати. То значи, да би настала пореска обавеза, неопходно је да се оствари неки приход, или да се стекне имовина, или да се обави нека трансакција, што ће довести пореског обвезника у положај да плати порез.

Када се говори о предмету опорезивања, треба напоменути да порез најчешће носи назив свог објекта: порез на добит, потез на доходак, порез на имовину.

У пракси је чест случај да исти порез обухвата више сличних објеката, као што је случај са порезом на имовину (порез на имовину има за објекат неколико стварних права на непокретностима: право својине, право дугорочног закупа...).

Од пореског објекта треба разликовати порески извор, који чине сва добра из којих порески обвезник може платити порез (приход или доходак обвезника, а у изузетним случајевима и имовина обвезника). Плаћање пореске обавезе из неког извора, подразумева да се умањују обвезникови нето приходи, односно доходак, као извори који се непрестано обнављају.

За плаћање свих пореза као извор се узимају приходи, а не и сама имовина, па и кад је у питању плаћање пореза на имовину (код овог пореза порески објекат је имовина, али је порески извор приход обвезника). Изузетно се порез на имовину плаћа из саме имовине, као што је случај у ванредним околностима.

Пореска основица

Пореска основица представља квантитативно одређен износ предмета опорезивања. Пореска основица се одређује за сваки порески облик. На пример, основица пореза на добит предузећа је опорезива добит, која се утврђује на начин прописан законом.

Применом пореске стопе на утврђену пореску основицу добија се износ пореза који је обвезник дужан да плати.

Пореска основица може бити:

- стварна - утврђује се на основу података који одражавају економску снагу пореског обвезника и
- претпостављена - утврђује се на основу претпоставке да је порески обвезник остварио, односно могао остварити приход или доходак.

Утврђује је порески орган, у случају да порески обвезник није поднео пореску пријаву, у случају паушалног опорезивања.

Величина пореске основице може се утврдити применом неке од следећих метода:

- 1) директне методе** – Ова метода представља поступак којим се пореска основица утврђује на бази података које је порески обвезник доставио пореском органу. Утврђује се на основу књиговодствене евиденције коју обвезник води, и на основу које је саставио пореску пријаву и порески биланс. Примењује се код утврђивања стварне пореске основице, и њоме се утврђује порез на добит предузећа, као и порез на доходак грађана на приходе од самосталне делатности обвезника, који воде пословне књиге.
- 2) индиректне методе** – Примењују се приликом утврђивања пореске основице у случају када надлежном пореском органу податке од значаја за утврђивање пореске обавезе доставља треће лице, а не сам обвезник. На пример у случају утврђивања пореза на доходак грађана, на приходе од пољопривреде и шумарства, неопходне податке доставља орган надлежан за вођење катастарских књига. Примењује се и код утврђивања

стварне пореске основице (аконтациони порези који се плаћају по одбитку) и за утврђивање претпостављене пореске основице (аконтациони порез на приход од пољопривреде и шумарства).

3) службене методе – Примењују се у случајевима: када порески обвезник није поднео пореску пријаву, иако је био дужан да то учини, када је порески обвезник поднео пореску пријаву, али порески орган сматра да су подаци неверодостојни (порески орган путем контроле прикупља податке или захтева од пореског обвезника да достави тражене податке), и када ни порески обвезник, ни треће лице нису били обавезни да доставе податке за утврђивање пореске обавезе (пореска обавеза се утврђује на основу паушално утврђеног прихода).

4) парафикације (упоређивања) – Примењује се у истим случајевима када и службена метода, али се од ње разликује по томе, што порески орган не утврђује пореску основицу на основу података које је сам прикупио, већ на основу поређења са другим обвезницима исте делатности, који своју делатност обављају под приближно истим условима.

Пореска стопа

Пореске стопе се углавном приказују као процентуални износ пореза у односу на фиксну пореску основицу. Уколико је основица подељена на више пореских јединица, пореска стопа означава износ пореза у односу према пореској јединици. Пореска јединица је део пореске основице помоћу које се врши израчунавање пореза. Пореска стопа се мења у зависности од природе самог пореза.

У финансијској теорији и пореским системима, разликује се више врста пореских стопа, и то:

- Законска пореска стопа – утврђена у закону о опорезивању.
- Просечна пореска стопа – представља удео пореза на доходак, у дохотку који је предмет опорезивања. Доходак који је предмет опорезивања израчунава се тако што се коригује у складу са пореским прописима, у сврху утврђивања пореске основице.

Обрачунати порез ставља се у однос са таквом, коригованом пореском основицом.

- Ефективна (стварна) пореска стопа – стопа мери стварну пореску обавезу пореског обвезника, и израчунава се као удео обрачаног пореза у дохотку, који још није прилагођен законским одредбама израчунавања дохотка, а не као проценат опорезивог дохотка. Зато се може рећи да ова стопа изражава стварни економски порески терет појединца, или предузећа.
- Гранична пореска стопа – стопа која се примењује за опорезивање дохотка у највишој пореској јединици, када се порез на доходак обрачунава прогресивним стопама.
- Основна пореска стопа – стопа по којој се опорезује основица без увећања.

Уколико се као критеријум узме однос између кретања пореске стопе и пореске основице, пореске стопе могу бити:

- Пропорционалне – остају исте када се мења пореска основица (непромењене су без обзира на висину пореске основице).
- Прогресивне – увећавају се када се увећава пореска основица, а њихов пораст може бити: равномеран (када се у истом проценту увећавају и пореска основица и пореска стопа), убрзан (када се пореске стопе увећавају у већем проценту него што се увећава пореска основица), и успорен (када се пореске стопе увећавају у мањем проценту него што се увећава пореска основица).
- Регресивне – стопе које се смањују када се увећава пореска основица.

Пропорционалан је онај порески систем у којем је однос плаћеног пореза и дохотка константан, без обзира на висину нивоа дохотка. Прогресиван је ако просечна пореска стопа расте с порастом дохотка, а регресиван, у случају када просечна стопа опада с порастом дохотка.

Пореске олакшице

Порески подстицаји и пореске олакшице представљају уступак који држава чини обвезницима, а који се манифестује кроз умањење пореске основице, умањење обрачунатог пореза, као и кроз одлагање пореских обавеза.

Обвезницима се пружају порески потстицаји ради стимулисања привредног раста, улагања страног капитала, побољшања еколошке ситуације, што значи да законодавац у оквиру вођења пореске политике прописује случајеве када се обвезницима признају пореске олакшице, а све у зависности од циља који се жели остварити.

У циљу стимулисања привредног раста или ублажавања неједнаког привредног развоја појединих привредних грана или географских региона, прописују се пореске олакшице које спадају у пореске инвестиционе подстицаје. Поред њих, држава и на друге начине подстиче инвестиције, на пример давањем субвенција из буџета.

Друга врста пореских олакшица је социјално-политичког карактера, и њима се врши диференцирање пореског третмана обвезника према њиховој економској снази. Већа су захватања од пореских обвезника чија је економска снага већа, односно од обвезника са већим дохотком и имовином.

5.1. Порез на добит предузећа

Порез на добит предузећа је порески облик којим се опорезује коначни финансијски резултат – добит коју оствари порески обвезник.

Из назива пореза на добит предузећа, могло би се закључити да су његови обвезници само предузећа. Међутим, према позитивним прописима Републике Србије, сем предузећа, као обвезници овог пореза одређене су и задруге, као и друга правна лица (недобитне организације), уколико остварују приходе продајом производа на тржишту или вршењем услуга уз надокнаду. Ова правна лица су обвезници пореза на добит преузећа, само у случају обављања пословне активности која доноси добит.

Према томе, порески обвезник пореза на добит предузећа је предузеће организовано у једном од следећих облика:

- акционарско друштво,
- друштво са ограниченом одговорношћу,
- друштено предузеће,
- јавно предузеће,
- ортачко друштво,
- командитно друштво.

Задруге су такође обвезници овог пореског облика, ако остварују приходе продајом производа на тржишту, или вршењем услуга уз накнаду. Као порески обвезници одређена су и друга правна лица која нису организована на наведене начине (недобитне организације), и ако остварују приходе продајом производа на тржишту, или вршењем услуга на тржишту.

Недобитне организације нису основане ради стицања добит, и могу имати два облика:

- а) установе које образује оснивач, да би задовољиле различите интересе корисника, а могу бити хуманитарне, образовне, културне, научне, здравствене и друге природе, и
- б) недобитна удружења која се образују са циљем да се задовоље заједнички интереси самих чланова, као што су удружења економиста, спортска друштва, лекарска друштва, и др.

Са аспекта међународног пореског права важно је утврдити домете пореске јурисдикције, да би се одредило у којој земљи, и до ког обима се распростире надлежност одређене пореске власти. У савременим тржишним економијама прави се разлика између два главна принципа, а то су: принцип резидентства (место регистрације предузећа, или место стварне контроле и управљања), и извора дохотка (територија на којој је добит остварена).

У Закону о порезу на добит предузећа Републике Србије прихваћен је принцип резидентства, тако да се и резидентна и нерезидентна правна

лица сматрају обвезником пореза на добит предузећа, с тим што постоји разлика у обиму њихове пореске обавезе. Према томе, порески обвезник је резидент Републике Србије који плаћа порез на добит, коју оствари на територији Републике Србије, и изван ње (уведена је обвеза плаћања пореза на добит предузећа за резидентне обвезнике у односу на њихов светски доходак).

Пореску основицу за обрачун пореза на добит предузећа представља опорезива добит, која се утврђује у пореском билансу, на бази података из биланса успеха, састављеног према прописима којима је уређено рачуноводство. На крају пословне године, после књижења свих пословних промена и обрачуна насталих у току пословања, закључују се пословне књиге и састављају рачуноводствени искази о стању и успеху (годишњи закључак - биланс стања, биланс успеха, додатни рачуноводствени исказ, Анекс и извештај о пословању). Биланс стања има за циљ саопштавање имовинског стања предузећа на одређени дан. Биланс успеха саопштава финансијски резултат пословања предузећа (добит или губитак), у одређеном периоду. Порески биланс има за циљ утврђивање основице за обрачун пореза на добит предузећа. Опорезива добит се добија усклађивањем добити исказане у билансу успеха, на начин предвиђен законом (усклађивањем прихода и расхода).

Стопа пореза на добит предузећа је пропорционална и износи 14%. Обвезницима пореза на добит предузећа пружају се порески потстицаји ради стимулисања привредног раста, улагања у основна средства и побољшања еколошке ситуације.

Једна од потстицајних мера којом се утиче на пореску основицу, реализује се кроз одлагање плаћања пореза на добит предузећа. Исто тако порески обвезник има право на убрзану амортизацију (посебан режим амортизације-примењује се нека од прописаних метода обрачуна амортизације по стопама које могу бити до 25% више од прописаних).

Недобитне организације могу да остваре право на ослобађање од плаћања пореза на добит, уколико остварују приходе од продаје производа на тржишту (или вршењем услуга уз накнаду), ако

кумулятивно испуне следеће услове: да су оствариле вишак прихода над расходима остварен у години за коју се одобрава пореско ослобађање, у износу мањем од 300.000 динара, да остварени вишак не расподељују својим оснивачима, члановима, директорима, запосленима или са њима повезаним лицима, да исплаћене зараде запосленима, директорима и са њима повезаним лицима нису веће од износа двоструког просека за делатност у којој је недобитна организација разврстана, и да имовину не расподељују у корист својих оснивача, чланова, директора, запослених, или са њима повезаним лицима.

У циљу што кориснијег пласмана слободних средстава и стимулисања директних инвестиција у основна средства за обављање регистроване делатности предузећа, пореском обвезнику признаје се порески кредит у висини од 20% од извршеног улагања, а највише до 50% обрачунатог пореза.

Ослобађање од плаћања пореза на добит остварену по основу прихода од предмета концесије концесионих предузећа, једна је од олакшица које се признаје пореском обвезнику на основу прописа Републике Србије.

Концесија је право коришћења природног богатства, добра у општој употреби, или обављање делатности од општег интереса, које надлежни државни орган уступа домаћем или страном лицу-концесионару на одређено време, под условима прописаним законом, уз плаћање концесионе накнаде. Обвезнику који на неодређено време запосли нове раднике, обрачунати порез се умањује за износ који је једнак износу који чини 100% зарада, исплаћених тим запосленим. Обвезник пореза на добит који уложи у своја основна средства више од 600 милиона динара, и који та средства користи у Републици, и при томе у периоду улагања запосли на неодређено време најмање 100 радника, ослобађа се плаћања пореза на добит предузећа у периоду од десет година, сразмерно том улагању од прве године у којој је остварена опорезива добит.

5.2. Порез на додату вредност

Порез на додату вредност је савремени облик опорезивања потрошње. То је вишефазни порез на промет који се обрачунава у свакој фази промета производа или услуга. Овим порезом опорезује се само она вредност која је у одређеној фази додата од стране обвезника, а не целокупна вредност производа или услуга.

Додата вредност представља разлику између продајне вредности произведених добара и услуга, и вредности инпута којима су та добра и услуге произведени.

Додата вредност је она вредност коју произвођач, лице које пружа услуге, трговац на велико, или трговац на мало додаје сировинама или другим набављеним инпутима, пре него што прода производ као нов.

Порез на додату вредност је сложен порески облик, и у вези њега постоје различите поделе, од којих су најзначајније оне које за критеријум узимају:

- начин утврђивања додате вредности,
- третман сталних средстава.

Одређивање колики је чији допринос у укупној вредности финалног производа захтева да се одреди допринос сваког учесника у производно-прометном процесу, комбинацијом различитих фактора производње (од сировина, преко полупроизвода, до коначних производа).

Полазећи од начина утврђивања додате вредности, она се може одредити помоћу:

- 1) Директне методе - непосредно се одређује додата вредност, односно пореска основица, где постоје две варијанте
 - а) метода сабирања, где се додата вредност утврђује као збир плаћања за рад и капитал којим се она ствара, тј. збрајањем свих елемената цене који формирају ту вредност и
 - б) метода одузимања, где се додата вредност утврђује као разлика између укупне вредности продатих производа и

извршених услуга пореског обвезника и укупне вредности његових набавки у одређеном периоду, те се на тако утврђену основицу примењује стопа пореза на додату вредност, и

- 2) Индиректне методе - пореском обвезнику се одмах утврђује пореска обавеза, а он је дужан да обрачуна порез на испоручену робу и на пружене услуге, при чему има право да обрачунати износ пореза умањи за износ пореза који му је добављач исказао у фактури, па се ова метода назива још и методом фактуре, или методом пореског кредита.

Полазећи од тога како се третирају набавке сталних средстава постоји:

- 1) Потрошни тип - укупна пореска основица једнака је укупној личној потрошњи у држави и обухвата само потрошњу у приватне сврхе, док се из ње искључују предмети рада и средства за рад.
- 2) Доходни тип - из основице пореза изузима се само годишњи износ амортизације, која је обрачуната на набављено основно средство.
- 3) Тип бруто пореза на додату вредност - не врши се одбијање пореза плаћеног при набавци опреме, па се инвестиције у основна средства опорезују два пута (када су основна средства набављена, и када се роба која се производи помоћу тих средстава продаје потрошачима).

Порез на додату вредност има предности, али и недостатке у односу на порез на промет – ПДВ се плаћа у свим фазама прометног циклуса, док се порез на промет у крајњој потрошњи плаћа само у трговини на мало. Предности пореза на додату вредност у односу на порез на промет у крајњој потрошњи могу се сагледати кроз:

- **Издашност** – у пореским системима у којима се примењује порез на додату вредност опорезиво је преко 70% укупне личне потрошње, док се у систему где се примењује порез на промет, у крајњој потрошњи лична потрошња опорезује између 30% и 50%.
- **Спречавање пореске евазије** – порезом на додату вредност

ефикасније се спречава евазија, јер држава враћа обвезнику порез који је плаћен на инпут, у делу у којем је он већи од пореза обрачунаог на аутпут. Такође евазија се спречава и тиме што порески орган путем фактура може да прати фазе промета робе.

- **Неутралност у спољнотрговинским трансакцијама** – код пореза на додату вредност, извозник плаћа порез на инпуте, а онда га одбија од пореза који се обрачунава на аутпут, док се код пореза на промет у крајњој потрошњи не може избећи да порез који је извозник платио при изради производа, остане у цени по којој се роба извози.
- **Способност да се инпути изузму од опорезивања** – порез на додату вредност омогућава да се сви инпути изузму од опорезивања, тако да овај порез елиминише кумулативни учинак и када је у питању опорезивање услуга и опорезивање робе. Порез на додату вредност се обрачунава приликом испоруке робе, а купац је дужан да докаже да ће набављено средство користити као инпут, уколико жели да добије порески кредит.
- **Могућност да се захвате услуге** – порез на додату вредност даје могућност да се захвате и услуге. Када се услуге опорезују порезом на промет, у крајњој потрошњи, јавља се кумулативно дејство, јер се порез плаћен при набавци инпута уграђује у основицу за плаћање пореза на промет, док код пореза на додату вредност свака фирма која пружа услуге дужна је да порез обрачуна, а корисник услуге је дужан да се региструје да би стекао право на одбитак пореза који је платио приликом набавке инпута.

Недостаци пореза на додату вредност у односу на порез на промет, састоје се у:

- **Регресивности** – порез на додату вредност не прави разлику између купаца. Њиме се подједнако опорезују добра и услуге сиромашних и богатих купаца, тако да се у многим земљама овај проблем решава тако што се прописују смањене пореске стопе и

дају пореска ослобађања за одређен број производа од егзистенцијалног значаја.

- **Повећаним административним трошковима** – у циљу спречавања права на порески кредит, неопходно је контролисати фактуре за извршене набавке, што се не чини код пореза на промет у крајњој потрошњи, чиме се стварају одређени административни трошкови.
- **Јачем инфлаторном потенцијалу** – увођење пореза на додату вредност може деловати инфлаторно. Да ли ће новоуведени порез на додату вредност довести до повећања цена на мало, зависи од тога да ли се од овог пореза очекују исти или већи приходи од пореза на промет у крајњој потрошњи, који се замењује овим порезом.
- **Непримерности за увођење на субцентралним нивоима власти** – већина сложених држава порез на додату вредност уређује савезним законом, а федералне јединице или партиципирају у наплаћеним приходима, или имају свој једнофазни порез на промет.

5.3. Акциза

Акцизе су специјални порези на потрошњу и њима се опорезује потрошња одређених производа (углавном монополских, односно производа масовне потрошње).

Порески обвезник – Обвезник акцизе је лице које произведе, стави у промет, или увезе производе који се опорезују акцизом (према Закону о акцизама то су: деривати нафте, дуванске прерађевине, етил-алкохол, алкохолна пића, освежавајућа безалкохолна пића и кафа).

Произвођач је обвезник акцизе не само када продаје ове производе, већ обавеза на основу акцизе настаје и на један од следећих начина:

- давањем производа без накнаде (поклон, уступање...),
- давањем производа у размену за други производ,

- исказивањем мањка производа који се не може правдати вишом силом или на други допуштени начин,
- исказивањем расхода (кало, растур, квар и лом) изнад количине утврђене прописима,
- коришћењем акцизних производа за потребе обвезника и његових запослених, укључујући трошење тих производа за репрезентацију и пропаганду.

Уколико се производи увозе на своје име, а за туђ рачун, обвезник акцизе је лице за чији се рачун увози.

Основица акцизе – Чини је јединица мере (литар, килограм, комад...), која представља пореску основицу за деривате нафте, дуванске прерађевине, алкохолна пића, алкохол и кафу.

Стопа акцизе – У нашем пореском систему одређена је у апсолутном износу.

Обвезник акцизе је дужан да при производњи цигарета и алкохолних пића, осим пива, природних вина, медицинских вина и медовине, а најкасније до стављања у промет тих производа, посебно обележи контролном акцизном маркицом сваки од тих производа.

Олакшице код плаћања акцизе – Акциза се не плаћа за производе које извози произвођач, млазно гориво које се користи за погон авиона који лете на међународним линијама, на производе које под условима реципроцитета набављају конзуларна и дипломатска представништва, страно дипломатско особље и конзуларни функционери, као и у другим случајевима предвиђеним међународним уговором, на деривате нафте, етил-алкохол који се користи у медицинске сврхе, као и на деривате нафте које као хуманитарну помоћ без накнаде добијају домаће хуманитарне организације посредством Црвеног крста.

6. Доприноси

Доприноси су важан финансијски инструмент којима се прикупљају средства за финансирање одређених јавних расхода, и сврставају се у ред тзв. парафискалних давања. Њихове карактеристике су следеће:

- намена трошења доприноса је унапред утврђена, и то су дестинирани приходи,
- доприноси нису приход буџета,
- обавеза плаћања се односи на одређени круг корисника који су повезани одређеним економским, социјалним или неким другим разлозима,
- по правилу обавеза плаћања доприноса није утврђена прописима државног органа.

Породица доприноса је веома бројна, али је неоспорно да је њен најважнији члан – допринос за социјално осигурање, који представља заштиту које друштво пружа својим члановима кроз низ јавних мера, како би их обезбедило од економских и социјалних тешкоћа насталих услед знатног смањења њихове економске снаг.

Једним својим делом допринос за социјално осигурање представља и покриће трошкова лечења, као и посебну помоћ у случају дуже болести.

У нашој земљи доприноси за социјално осигурање су обавезни.

Постоје три врсте доприноса:

- за пензијско и инвалидско осигурање,
- за здравствено осигурање,
- за осигурање за случај незапослености.

Када је реч о систему финансирања обавезног социјалног осигурања у сва три постојећа вида, треба констатовати да постоје само две категорије обвезника доприноса, а то су:

- осигураници (запослени и предузетници) и
- послодавци.

Осигураници представљају најбројнију категорију, и њихово својство се утврђује на основу одговарајућих прописа за сваку врсту социјалног осигурања. У оквиру овог система доприноса могу се разликовати две основне групе осигураника – прву чине запослени, а другу лица која самостално обављају делатност.

Другу категорију обвезника доприноса чине послодавци (правно или физичко лице које запошљава раднике у складу са прописима који уређују радне односе), који су дужни да плаћају доприносе за социјално осигурање запослених, на терет својих средстава.

Када је реч о осигураницима, постоји један изузетак – то је случај када лице које по одговарајућим прописима из области дечије заштите користи право на накнаду по основу породилског одсуства (лице није обвезник, већ је то фонд, а ако се накнада исплаћује из буџета, обвезник је надлежни државни орган).

Основица доприноса за социјално осигурање је:

- зарада,
- накнада зараде (за време спречености за рад, породилског одсуства....),
- накнада зараде за време коришћења права по основу преостале радне способности и чекања на запослење, без обзира ко плаћа допринос (осигураник, послодавац или исплатилац накнаде).

7. Евазија пореза

Реч **евазија** потиче од латинског глагола „**евадере**“, што значи измаћи, бежати, избећи, а у пореској терминологији овим појмом се означавају различити начини избегавања плаћања пореза.

Пореска евазија представља феномен који има разноврсне последице, како на фискалном плану (јер у буџет не пристижу планирана средства), тако и на социјално-политичком (јер угрожава принцип хоризонталне правичности).

Економски принцип проблема евазије пореза заснива се на анализи индивидуалног понашања пореских обвезника.

Није сваки облик пореске евазије незаконито понашање пореских обвезника, па се у складу са тим, пореска евазија дели на закониту (дозвољену, која постоји када се избегава плаћање пореза и доприноса коришћењем недоречених прописа), и незакониту (недозвољену која обухвата поступке пореског дужника усмерене на избегавање плаћања пореза, којим се крши закон плаћања пореза и пропуштање да се поступи у складу са захтевима из пореског управног однос).

Ова недозвољена пореска евазија може бити:

- **потпуна** - када обвезник прикрије трансакције које доводе до настанка пореске обавезе и
- **делимична** - када се пореским властима пријаве приходи, имовина или трансакције, али се о њима дају непотпуни или нетачни подаци.

Полазећи од врсте пореза чије се плаћање избегава, незаконита пореска евазија се дели на:

- пореску утају (дефраудацију),
- кријумчарење (контрабанду).

Пореска утаја се по правилу среће код непосредних пореза (порез на доходак, доприноси за социјално осигурање и порез на имовину), а кријумчарење код посредних пореза (акциза, царина и порез на промет). Као основа евазије пореза јавља се тежња за стицањем профита и богаћењем, а њене последице су како неповољни фискални ефекти, тако и последице на економско-политичком и социјално-политичком плану.

Сива економија је област која се граничи са пореском утајом, и врло често је пут за заобилажење обавеза плаћања пореза кроз спрегу коју порески обвезник остварује са сивим посредницима.

ПИТАЊА ЗА ПРОВЕРУ ЗНАЊА:**IV Порески систем**

1. Објаснити шта се подразумева под пореским системом.
2. Инструментима пореске политике остварују се три битне функције, односно циља, а то су?
3. Шта се подразумева под финансијско-политичким пореским начелима?
4. Шта се подразумева под социјално-политичким пореским начелима?
5. Шта се подразумева под финансијско-административним пореским начелима?
6. Класификација пореза.
7. Шта се подразумева под појмом Порески обвезник?
8. Шта се подразумева пореска основица, а шта пореска стопа?
9. Порез на добит предузећа.
10. Акцизе.

V

МОНЕТАРНА ЕКОНОМИЈА

V МОНЕТАРНА ЕКОНОМИЈА

Новац се појављује као неодвојиви део живота и рада појединаца и компанија, без обзира да ли је реч о његовом папирном, металном или електронском виду. Он заокупља пажњу оних који га проучавају у научне сврхе, процењујући могућност да новац опстане једино у електронском виду, а да се банке претворе у електронске, односно виртуелне. Новац је и предмет интересовања појединаца који се на међународним берзама баве куповином и продајом девиза, па добијају или губе, зависно од тога да ли су правилно прогнозирали међусобне односе валута у будућности. Државе се суочавају са проблемом усклађивања прихода и расхода нарочито у време глобалне економске кризе и настоје да изнађу решења, тј. да пронађу изворе новца за превазилажење проблема заосталих јавних дугова из прошлости. Појам монетарне економије се употребљава да означи улогу и утицај новца у детерминисању привредних кретања. Предмет изучавања монетарне економије је монетарно-кредитни систем и монетарно-кредитна политика.

1. Појам монетарне економије

Појам монетарне економије се употребљава да означи улогу и утицај новца у детерминисању привредних кретања. Предмет изучавања монетарне економије је монетарно-кредитни систем и монетарно-кредитна политика.

Монетарно-кредитни систем подразумева скуп начела, метода, мера инструмената и институција којима се креира и повлачи новац, односно кредит и регулишу монетарно – кредитни токови.

Монетарно-кредитна политика је скуп правила, прописа, мера и инструмената, којима се регулише ниво, структура и динамика новчане масе, новчана циркулација, ниво, структура и динамика кредитних пласмана, ликвидност економских субјеката и привреде, дужничко - поверилачки односи економских субјеката²⁹.

Финансијски систем или финансијски сектор, чији су саставни делови монетарни и фискални систем, је скуп институција и инструмената преко којих се врши прикупљање, концентрација, трансфер и алокација финансијских ресурса³⁰.

Полазећи од овако дефинисаног финансијског сектора треба имати у виду да постоји висока позитивна повезаност (корелација) између степена развијености финансијског система и степена развијености реалног сектора привреде, као и повратно деловање привреде на финансијски систем.

Пошто постоји међусобна повезаност и условљеност могу се очекивати међусобна подстицајна деловања или ограничавајућа дејства. Тако је на пример током процеса транзиције у Србији³¹ у

²⁹ Рачић, Ж. (2018). Банкарство. Нови Сад: Висока псловна школа струковних студија.

³⁰ Душанић, Ј. (2003). Пословно банкарство, Српско Сарајево – Београд: Consecso institute, стр. 15.

³¹ Prašević, A. (2019). Problemi ekonomske i društvene tranzicije u naučnom radu profesora Božidara Cerovića. In: A.Prašević, M. Jakšić (eds.) Transition, institutions and social development-contributions of professor Božidar Cerović (3-43). Belgrade: Faculty of Economics.

првој фази дошло до нешто брже трансформације и тржишног прилагођавања³² финансијског сектора него сектора компанија и то је деловало подстицајно на убрзање раста реалног сектора³³. Током економске кризе продуженог трајања³⁴, даљи развој и раст финансијског сектора успорен је управо проблемима реалног сектора, који сада делује ограничавајуће³⁵.

Управо “реални економски фактори примарно одређују формирање перформанси дате економије (стопа раста производње, стопа незапослености, стопа инфлације, суфицит или дефицит у платном билансу итд.), али да монетарне варијабле играју значајну повратну улогу у формирању перформанси економије.”³⁶

Позитивно деловање на укупна реална привредна кретања монетарна политика може да оствари уколико она буде адекватно вођена и синхронизована са другим сегментима економске политике³⁷. Адекватно вођење монетарне политике подразумева примену ефикасних инструмената монетарног регулисања, те да предузете мере буду благовремене имајући у виду одгођено деловање, односно временско кашњење у деловању мера монетарне политике. Због тога монетарна политика мора бити довољно флексибилна како би брзо реаговала на настале поремећаје (монетарног или немонетарног карактера). Од нарочитог значаја је добра усаглашеност мера монетарне и фискалне политике.³⁸

³² Тошковић Ј., Филиповић С. (2017). Неолиберални концепт привреде у земљама Западног Балкана, Економски Институт, Београд.

³³ Filipovic, S., Ignjatovic, J. (2023a). Effects of transition on the standard of living and social inequality. *Sociological review*, LVII (2), 692-717. [doi: 10.5937/socpreg57-42030](https://doi.org/10.5937/socpreg57-42030)

³⁴ Filipović, S. (2010). Efekti globalne finansijske krize na finansijski sektor Srbije. *Industrija* 38 (3), 79-94.

³⁵ Ignjatović, J, Filipović, S. (2022). A critical review of the rise of the neoliberal concept in economic policy, *Sociological review*, LVI (1), 90-102. [doi: 10.5937/socpreg56-35619](https://doi.org/10.5937/socpreg56-35619)

³⁶ Душанић, Ј., Шпирић, Н. (2009). Монетарне и јавне финансије. Бања Лука: Економски факултет, 119.

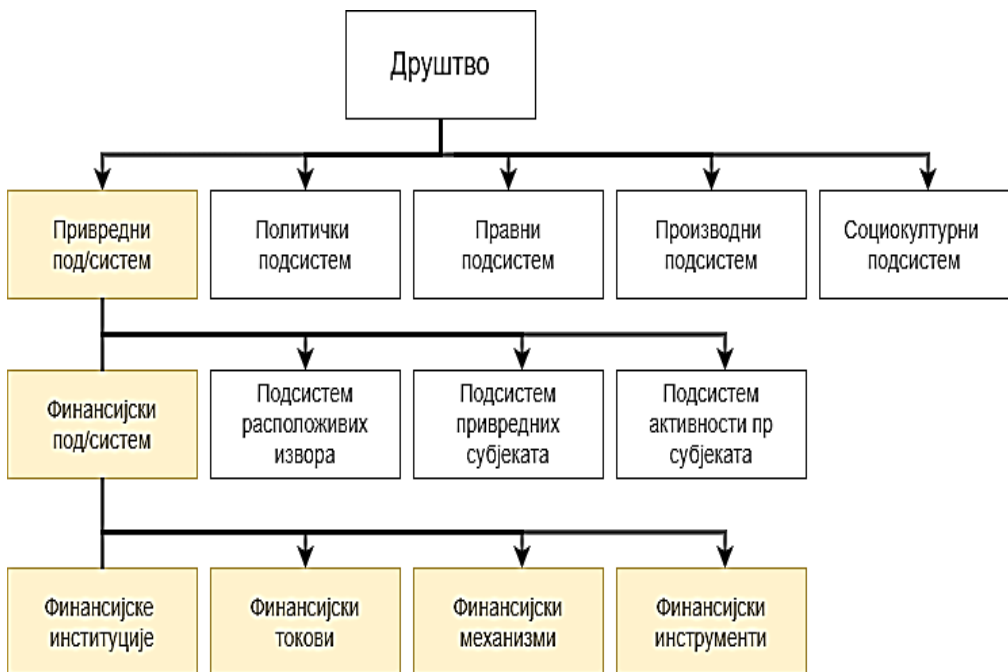
³⁷ Јакшић, М., Прашчевић, А. (2007). Историја економије. Београд: Економски факултет.

³⁸ Хаџић, М., Барјактаровић, Л. (2015). Монетарна економија. Београд: Универзитет Сингидунум.

Монетарни систем (слика 6) се дефинише као скуп институционалних и организационих решења која опредељују³⁹ :

- Који инструменти који се користе као прометно и платежно средство представљају новац;
- Положај привредних субјеката, надлежност у одлучивању о финансијским питањима и мотивима њиховог понашања;
- Механизам регулисања емисије, циркулације и повлачења новца;
- Оквире за коришћење монетарне политике и
- Улогу тржишног механизма у монетарној области.

Слика 6: Елементи финансијског система



Извор: Шалић, 2012⁴⁰.

³⁹ Ибид.

⁴⁰ Шалић, Р. (2012). Монетарна економија и банкарство. Чачак: Висока пословна школа струковних студија.

Структура монетарних институција и структура инструмената који могу функционисати као новац се посматрају као битна обележја монетарних система у савременим условима.

Ове две структуре су узајамно зависне, јер се монетарне институције дефинишу као институције које у својој пасиви, у виду својих обавеза имају инструменте који се сматрају новцем. Отуда и њихова посебна улога у процесу креирања и повлачења новца⁴¹.

Појам монетарне економије се употребљава да означи улогу и утицај новца на привредна кретања. Предмет монетарне политике је регулисање количине новца, обима и структуре кредита, у циљу обезбеђења потребне количине новца и деловања на привредна кретања.

Разлике које постоје међу економистима у поимању (схватању) монетарне економије се односе на питања начина, правца и обима утицаја новца на привредне активности. Другим речима, економисти различито тумаче утицај новца на цене, инвестиције, потрошњу, производњу и запосленост. Тако они које називамо монетаристима (монетаристичка школа) новцу придају кључну важност, док је за кејнзијанце (кејнзијанску школу) новац од секундарног значаја, стављајући га у функцију развоја и постизања пуне запослености⁴².

Требало би имати у виду да новац утиче на реалне токове (привредну активност) првенствено када је поремећена монетарна равнотежа, односно када понуда новца - постојећа количина новца, није једнака тражњи новца.

Тако се тражња новца може дефинисати „као жеља економских субјеката да држе одређену количину новца, што треба јасно разликовати од жеље да се добију одређена финансијска средства, на пример, тражња кредита“.⁴³

⁴¹ Pjanić, Z., Stojanović, I.V., Jakšić, M.P. (1994). *Ekonomska i poslovna enciklopedija*. Beograd: Savremena administracija.

⁴² Живковић, А., Кожетинац, Г. (2009). *Монетарна економија*, Београд: Економски факултет.

⁴³ Ибид.

Тражња новца, дакле, припада истој категорији као и тражња других финансијских и нефинансијских облика имовине, при чему је специфичност монетарног аспекта тражње новца у томе да тражња одређује колико би требало да се повећа/смањи количина новца у оптицају. У случају одступања понуде и тражње новца (поремећене монетарне равнотеже) дешавају се два процеса који теже поновном изједначавању понуде (количине) новца и тражње новца. С једне стране, дешава се процес повећања количине новца - креирања новца, који је под контролом централне банке.

С друге стране, дешава се процес смањења (повлачења) новчане масе, који није под непосредном контролом централне банке, већ је резултат активности мноштва економских субјеката, појединаца и компанија. Резултат поменутих процеса је успостављање поремећене монетарне равнотеже⁴⁴.

Количина (понида) новца која одступа од равнотеже, утиче на тржиште роба и услуга и на финансијско тржиште у форми вишка или мања тражње. Нова равнотежа понуде и тражње новца се постиже кроз сложен механизам утицаја на тржишту роба и услуга и финансијском тржишту и одражава се на обим производње, ниво цена и економских односа са иностранством. У савременим условима се карактеристике националне привреде у основи свде на питање степена њене монетарности⁴⁵.

Тражња новца има монетарни и финансијски аспект⁴⁶ :

1. Монетарни – одређује колико треба да се повећа новчана маса,
2. Финансијски – подразумева финансијско преношење средстава између појединих економских субјеката.

Кретање новца практично је тешко статистички утврдити, али је могуће обезбедити приближну оцену кретања тражње новца на основу одређених индикатора.

⁴⁴ Šehović, D. (2018). *Monetarna ekonomija*. Podgorica: Univerzitet Crne Gore.

⁴⁵ Serjević, V., Perović, Č. (2010). *Osnovi makroekonomije*. Niš: SKC.

⁴⁶ Лабус, М. (2007). *Економија, Југословенска књига*, Београд: Правни факултет.

Детерминанте тражње новца за трансакционе сврхе су⁴⁷:

- Обим новчаних трансакција или вредности домаћег бруто производа (БДП), као израз обима новчаних трансакција,
- Уколико претпоставимо одређени обим новчаних трансакција следећи фактори одређују тражњу новца:
 - ❖ Међусобни односи новчаних примања и издавања појединаца
 - ❖ Степен неизвесности у предвиђању временског распореда плаћања и примања,
 - ❖ Распоред новчаних примања и издавања по секторима,
 - ❖ Развијеност финансијске структуре.

Свака привреда у којој постоји новац у савременом облику је монетарна, али да је степен монетарности (улоге новца) много већи у земљама са развијеним тржишним привредним моделом⁴⁸, него у привредама земаља у развоју и транзицији. Дакле, постоји повезаност реалне и финансијске сфере, па се може тврдити да развијене тржишне привреде имају развијен финансијски систем, што значи да је код њих утицај новца и финансијске сфере већи него код мање развијених привреда и привреда у транзицији⁴⁹.

Макроекономска политика представља сложен механизам инструмената којима држава (влада) утиче на привредна кретања краткорочно и треба је разликовати од развојне политике, која има више стратешки, дугорочни карактер.

Међу макроекономским (економским) политикама најважније су монетарна и фискална политика. Предмет монетарне политике је регулисање количине новца са сврхом да се обезбеди потребна количина новца и делује у одређеном правцу на реална привредна

⁴⁷ Димитријевић, Д. (1981). Монетарна анализа, Ниш: - Институт за документацију заштите на раду „Едвард Кардељ“.

⁴⁸ Живковић, А., Кожегинац, Г. (2009). Монетарна економија, Београд: Економски факултет.

⁴⁹ Тошковић Ј., Филиповић С. (2017). Неолиберални концепт привреде у земљама Западног Балкана, Београд: Економски Институт.

кретања. Монетарна политика, која је у надлежности централне банке (ЦБ), је такође сложена и састоји се од монетарне политике у ужем смислу, кредитне, каматне и девизне (валутне) политике. Монетарна политика је синтеза (спој) монетарне теорије и монетарне праксе.

С једне стране, теоријски аспект монетарне политике обезбеђује основу за дефиницију монетарних агрегата, оцену тражње новца и оцену циљева монетарне политике у погледу кретања количине новца и кретања каматних стопа, који одговарају циљевима економске политике.

С друге стране, практични аспект монетарне политике подразумева конкретну примену монетарних инструмената у одређеним условима: у условима одређеног економског система, на одређеном нивоу привредне развијености.

Циљеви монетарне политике су⁵⁰:

- Ниска и стабилна инфлација;
- Висока и стабилна стопа економског раста;
- Висока запосленост;
- Стабилност финансијског тржишта и финансијских институција;
- Стабилност каматних стопа;
- Стабилност девизног курса.

Са сруге стране фискална политика је друга, значајна компонента економске политике. Фискална политика је савремена политика која је вођена инструментима и мерама, јавних прихода и расхода, да би се постигло остварење одређених фискалних, економских и социјално-политичких циљева.

Главни допринос развоју фискалне политике дао је Џон Мајранд Кејнс (*John Maynard Keynes*).

⁵⁰ Остојић, С. (2008). Основи монетарне економије. Суботица: Економски факултет.

Циљеви фискалне политике су⁵¹:

- Задовољавање личних, заједничких и општих потреба,
- Побољшавање животних и радних услова,
- Прерасподела дохотка и имовине,
- Стабилизација која је усмерена на очување тј. остварење пуне запослености,
- Стабилност цена и уравнотежење платног биланса земље,
- Економски раст усмерен на инвестиције,
- Побољшање структуре радне снаге и др.

2. Појам и функције новца

2.1. Појам новца

Новац се, по својој основној функцији, дефинише као опште средство размене добара. Неопходно је при том новац везати за робно новчану привреду или тржишну привреду, која представља облик друштвене организације производње у којој се материјална добра не производе за непосредну потрошњу власника, већ се производе ради размене на тржишту⁵².

Да би се олакшао и убрзао процес размене настао је новац као средство размене, а робно промет је добио облик РОБА – НОВАЦ – РОБА.

У условима примитивне размене робе су се непосредно размењивале једна за другу РОБА – РОБА и овај облик размене се назива трапом, а облик организације производње назива натурална привреда⁵³.

У историји робно – новчане (тржишне) привреде и новца многе су

⁵¹ Народна Банка Србије (НБС). (2023а). Фискална стратегија. https://www.mfin.gov.rs/upload/media/uF6pUt_6016d7e313d28.pdf

⁵² Хаџић, М., Барјактаровић, Л. (2015). Монетарна економија, Београд: Универзитет Сингидунум.

⁵³Ибид.

робе служиле као средство размене: шкољке, бисери, дуван, коже, жито, стока, бакарни, сребрни и златни новац⁵⁴.

Новац од племенитих метала почео је да се кује у античкој Грчкој током VII века п.н.е. (Лидија – creseides од белог злата и Егија - сребрна драхма).

Током средњег века ковао се новац од племенитих и других метала. У каснијим фазама кованице, новац од метала, се користио све више као остатак (резидуал), за мала готовинска плаћања⁵⁵.

Папирни новац је настао из банкарских меница у XVII веку, које су представљале потврду одређене количине новца, давању новца на чување. Новчанице су се одомаћиле као најчешће коришћена врста новца за већа плаћања, али и оне данас губе трку са савременијим облицима новца депозитним, односно електронским новцем (слика 7).

Слика 7: Настанак новца



Извор: Хаџић, Барјактаровић, 2015⁵⁶.

⁵⁴ Раковић, Т. (2020). Новац. Београд: Правни факултет за правду и правосуђе.

⁵⁵ Шеховић, Д. (2018). Појава и развој новца. Подгорица: Универзитет Црне горе.

⁵⁶ Хаџић, М., Барјактаровић, Л. (2015). Монетарна економија, Београд: Универзитет

Када говоримо о појавним облицима новца онда је у данашње време депозитни новац најраспрострањенији, као новац на рачунима банака, чији су власници компаније, појединци и саме банке. Дакле, ово је новац на рачунима клијената у банкама и рачунима самих банака. Овај новац можемо истовремено назвати и електронским новцем, као новац који је записан у виду електронског записа на неком од електронских медијума, рачунару, бази података.

У складу са тим, преглед настанка и развоја новца кроз историју односио се на⁵⁷:

- Трошак – Први начин трговине је био трошак, односно размена једног добра за друго без употребе новца. Овакав начин трговине био је ограничен и могао је изазвати проблеме у случају оцена вредности добара.
- Размена добара⁵⁸ – Као реакција на проблеме трошка, људи су прешли на систем размене добара, где би добра директно размењивали. Ипак, овај систем је имао своје изазове, као што су проблеми са диверзификацијом и потешкоће у договарању.
- Школске металне преваре – Лекарске металне преваре (попут бронзе и бакра) коришћене су као облик новца у различитим државама и цивилизацијама. Ови метали су имали сопствену вредност и били су лако прихватљиви за трговце.
- Металне монете – Потом су се развиле металне монете као облик стандардизованог новца. Грчка и Римска империја имале су знатан утицај на развој монетарног система.
- Папирни новац – У средњем веку, кинеска династија Сунг била је прва која је издала папирни новац. Ова идеја се широм кинеског континента широм времена развијала.

Сингидунум.

⁵⁷Милошевић, М. (2019). Врсте новца. Лепосавић: ВЕШСС.

⁵⁸ О Размени добара између земаља СФРЈ више у Filipović, S., Ignjatović, J. (2023b). Foreign trade commodity exchange between the countries of the former SFRJ. *The Review of International Affairs*, LXXIV (1187), 31- 58.

DOI: <https://doi.org/10.18485/iiperia.2023.74.1187.2>

- Банкарски систем и папирне банкноте – У Европи, током Ренесансе, развили су се банке које су издавале банкноте као обећање за класичне металне монете које су биле депоноване у банци.
- Златни стандард – У 19. и раним 20. веку, многе земље су примењивале златни стандард, где је вредност новца била привезана за одређену количину злата.
- *Fiat* валуте – Током 20. века, већина земаља је прешла на *fiat* валуте, чија вредност није привезана за конкретне физичке ресурсе. Вредност *fiat* валута је заснована на поверењу и регулацији владе.
- Електронске и криптовалуте – У последњим деценијама, развој технологије довео је до настанка електронског новца и криптовалута као што је *Bitcoin*, који функционишу на децентрализован начин и користе криптографију.

Уколико говоримо о месту и улози новца за нормално одвијање токова привредне активности и повезаности монетарних кретања са осталим привредним кретањима, савремени економисти прихватају средњи правац између два екстремна теоријска гледишта – „новац није важан“ (неокензијанци, кензијанци) и „само је новац важан“ (монетаристи). Такође је присутно неслагање међу економистима у погледу механизма којима новац делује на привредну активност, интензитет деловања и неопходног времена да се испоље крајњи ефекти деловања монетарних фактора.

Монетаристи сматрају да је новац варијабла (величина) од које пресудно зависи правилно функционисање привредног механизма. Разлози за овакво становиште су⁵⁹:

- Промене количине новца могу да произведу снажне осцилације у привредној активности;
- Однос новца према осталој активи привредних субјеката је

⁵⁹ Живковић, А., Кожегинац, Г. (2009). Монетарна економија, Београд: Економски факултет.

релативно стабилан и поуздан, тако да промене новчане масе могу имати релативно предвидљиве ефекте на привредне токове;

- Количина новца је монетарни агрегат који може да се контролише са задовољавајућом тачношћу мерама монетарне политике централне банке. Неокејнзијанци, посткејнзијанци, (кејнзијанска школа мишљења) насупрот томе, сматрају да је новац само један од многих фактора који утичу на правац и карактер привредних кретања.

Економска теорија усмерена је првенствено на истраживање суштине вредности новца и функција новца у привреди. Резултат разматрања питања основе (суштине) новца као средства размене су теорије вредности новца⁶⁰:

- Металистичка теорија новца, чији је основни став да новац мора имати своју унутрашњу, материјалну вредност. Вредност новца потиче од вредности супстанце од које је израђен. Сви метали могу служити као новчане робе, а не само злато и сребро, односно метали су „новац од природе“. Основа прометне вредности новца је сама прометна вредност метала као робе садржане у новцу. Вредност папирног новца темељи се, према овој теорији, на вредности металног новца, преко могућности његове потпуне замене за метални. Ова теорија је данас напуштена.
- Номиналистичка теорија новца полази од тога да вредност новца потиче од његове номиналне садржине - вредности одређене од стране државе. Новац је друштвена конвенција, творевина закона, односно, новац има државним актом одређену вредност - номиналну вредност. Новац је у промету само зато што иза њега стоји ауторитет државе.
- Банкарска теорија новца, блиска номиналистичкој теорији, полази од тога да повећање или смањење оптицаја банкнота

⁶⁰ Хаџић, М., Барјактаровић, Л. (2015). Монетарна економија, Београд: Универзитет Сингидунум.

(новчаница) не зависи од централне, емисионе банке, већ од стварних потреба привреде за средствима плаћања. Уколико се повећа промет роба, треба да се повећа новчани оптицај, и обрнуто.

2.2. Функције новца

Новац је средство размене које обавља више функција у економском систему. Прво, он служи као опште средство за обављање трговине и размену добара и услуга. Новац усмерава економске трансакције и обезбеђује универзално прихваћени облик размени. Друго, новац функционише као мера вредности, што омогућава људима да изразе вредности добара и услуга у облику цена. Ова функција обезбеђује систем праћења вредности у различитим економским контекстима. Треће, новац је средство за чување вредности током времена. Људи користе новац као начин чувања своје вредности и могућности за буџетирање или инвестирање у будућности⁶¹.

Новац има искључив и неизмеран значај у савременом друштву кроз различите аспекте економске и социјалне динамике. Као опште прихваћено средство размене, новац обезбеђује лакоћу трговине и комерцијалних трансакција. Његова улога као мере вредности поједностављује процес оцењивања и поређења различитих добара и услуга.

Новац такође функционише као средство чувања вредности, дозвољавајући људима да задрже резерве за будуће потребе⁶².

Новац омогућава извршавање плаћања дугова у одложеном року. Он представља стандард за одлагање плаћања и извршавање обавеза из уговора. Ове функције новца интегрални су део свакодневног функционисања економског система и чине један од стубова модерног трговинског и финансијског окружења.

⁶¹ Раковић, Т. (2020). Новац. Београд: Правни факултет за привреду и правосуђе.

⁶² Фабрис, Н. (2023). Филозофија новца и савремено друштво. Подгорица: Централна банка Црне Горе.

Основни привредни субјекти су појединци, односно породице и компаније, односно предузећа. Микроекономија се бави понашањем појединаца као потрошача и компанија као основних привредних субјектата. У овом случају се врши парцијална анализа понашања основних економских субјектата, изоловано од понашања осталих учесника на тржишту.

Кружно кретање робе и новца објашњава како се у процесу репродукције врши повезивање домаћинства као власника фактора производње и компанија као робних произвођача. Са становишта монетарне економије најважније је да паралелно са кружним током реалних ресурса, роба и фактора производње, постоји кружно кретање новца, доходака фактора производње и издатака за потрошњу. При том је важно разликовати новац као ток вредности, што су доходи и приходи и новац као сток, новац као фонд вредности, имовина, штедња, благо. Токови се обрачунавају у јединици времена, приходи компаније у току месеца, квартала или године⁶³.

Фондови представљају стање у одређеном тренутку, стање имовине породице на крају године. Дobar део економске литературе новац дефинише са становишта микроекономије, тј. шта новац представља за појединца или компанију и шта је мотивација за тражњу⁶⁴. Манкив и Таулор (2008) новац дефинишу као „скуп имовина у привреди које људи редовно користе да би куповали добра и услуге од других⁶⁵“.

Неки економисти истичу улогу новца као „суптилно лукавство за повезивање садашњости са будућности“. Наше садашње радње су резултат наших очекивања у будућности. Елеменат неизвесности око будућних кретања нас наводи да држимо новац као „чувар вредности⁶⁶“.

Макроекономија проучава функционисање целокупне привреде. Бруто домаћи производ (БДП) је најважнији макроекономски агрегат

⁶³ Mankiw, G. (2007). Principi ekonomije, Beograd: Ekonomski fakultet.

⁶⁴ Хаџић, М., Барјактаровић, Л. (2015). Монетарна економија, Београд: Универзитет Сингидунум.

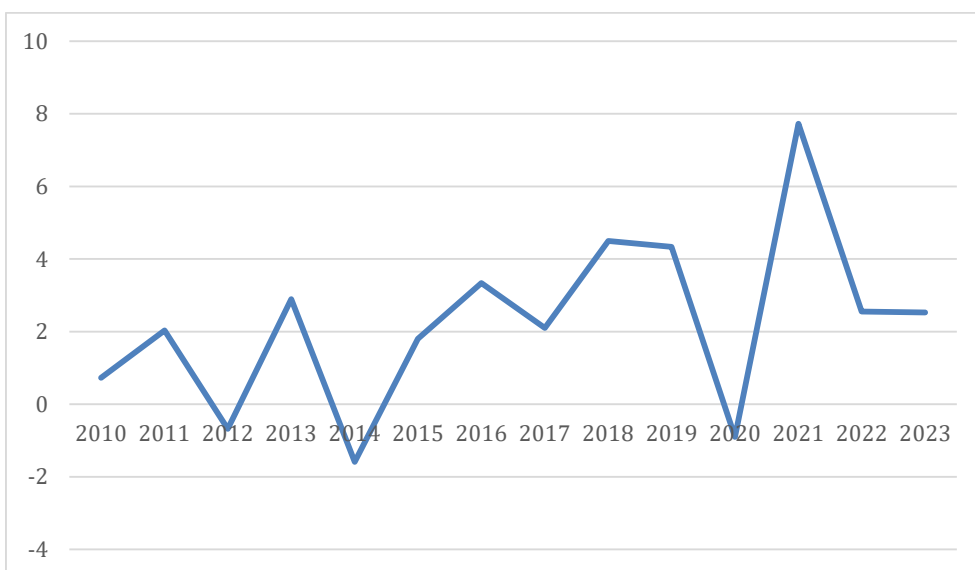
⁶⁵ Mankiw, G., Taylor, M. (2008). Ekonomija, Beograd: Data Status.

⁶⁶ Живковић, А., Кожегинац, Г. (2009). Монетарна економија, Београд: Економски факултет.

представља оно што је национална привреда произвела и понудила у виду роба и услуга у току одређеног периода времена, углавном у периоду од годину дана. Новостворена вредност – повећање вредности роба и услуга као резултат производње и обрачунава се као разлика између произведене вредности роба и услуга и вредности међуфазне потрошње.

Тако је на пример БДП у периоди 2010-2023. године у просеку износио 2.2%, што није висока стопа раста (Графикон 1).

Графикон 1: Бруто домаћи производ (%), у Србији, 2010-2023.



Извор: Светска банка, 2024⁶⁷.

Са становишта новчаних токова важан агрегат су инвестиције које представљају куповину капиталних добара од стране компанија, док штедња представља део дохотка потрошача који није потрошен за куповину роба и услуга.

Монетарна теорија дефиницију новца саопштава имплицитно - „новац је оно што се понаша онако како то каже монетарна теорија и утиче на ствари како се то захтева. У том случају, новац се показује као једна

⁶⁷Светска банка. (2024). Подаци о индикаторима. <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2022&start=1971>

теоријска конструкција и трагање за његовом емпиријском копијом представља тестирање теорије⁶⁸.

Потрошња није ограничена количином новца у оптицају, већ „ликвидношћу“⁶⁹. Аргумент, који користе економисти овог правца, је да расположива количина готовог новца нипошто не успева да ограничи потрошњу на агрегатном нивоу.

Због тога, монетарна политика мора да се фокусира на цео низ ликвидних облика финансијске активе и кредитних аранжмана којима располажу привредни субјекти, а не само на количину готовог новца.

Новац има више функција (слика 8) и то⁷⁰:

- средство размене,
- платежно средство,
- обрачунско средство,
- новац као благо и
- светски новац.

Новац као средство размене – новац је средство размене које је прихваћено од стране свих економских субјеката, а прописима је наметнуто као законско средство размене у националној привреди.

Новац као платежно средство – у функцији платежног средства новац се користи у кредитним трансакцијама, када се одређена сума новца даје на зајам (кредит) уз обавезу зајмотражиоца да главницу и камату врати у уговореном року – одложено плати.

Новац као обрачунско средство - новац обично гласи на неку апстрактну јединицу прометне вредности, која је основ за обрачунске јединице новчане привреде. У случају високе стопе општег раста цена – инфлације, национална валута се само делом користи за ове сврхе, а

⁶⁸ Живковић, А., Кожетинац, Г. (2009). Монетарна економија, Београд: Економски факултет.

⁶⁹ Gurley, J.G., Show, E.S. (1960). Money in a Theory of Finance, Washington, D.C.: Brookings Institution.

⁷⁰ Labus, M. (1997). Osnovi ekonomije, Beograd: Jugoslovenska knjiga, str. 146-148.

њену улогу обрачунског средства преузима нека стабилна валута.

Новац као чувар вредности – у овом случају новац се разуме као благо. тј. као један облик ликвидне имовине који одржава своју вредност у временском хоризонту времену), при чему је то својство везано за релативно стабилно стање економије у погледу инфлације, јер у супротном долази до обезвређивања.

Светски новац – улогу светске валуте деценијама има амерички долар, а са појавом евра као заједничке валуте земаља Европске монетарне уније, један део девизних резерви у свету се чува управо у еврима.

Слика 8: Функције новца



Извор: Хаџић, Барјактаровић, 2015⁷¹.

⁷¹ Хаџић, М., Барјактаровић, Л. (2015). Монетарна економија, Београд: Универзитет Сингидунум.

Појам „светски новац“ може се разумети на различите начине у зависности од контекста, односно кроз:⁷²

- Међународне резервне валуте: Светски новац може асоцирати са валутама које имају значајну улогу као међународне резервне валуте. Долар САД-а је најзначајнији пример светског новца, пошто се широко користи за међународне трговинске и финансијске трансакције.
- Међународне финансијске институције: Такође, појам светског новца може односити на средства и ресурсе које управљају међународне финансијске институције, као што су Међународни монетарни фонд (ММФ) и Светска банка. Ове институције имају улогу у финансирању и помоћи земљама широм света.
- Криптовалуте и дигитални новац: Са настаном криптовалута, појам светског новца такође може односити на дигиталне или крипто-валуте које имају глобални домет и не зависе о средствима једне државе. Примери укључују *Bitcoin* и друге криптовалуте.
- Улога златна: Историјски, злато је често служило као светски новац. Златне резерве и златне монете имале су улогу као међународно прихватљиво средство размене.
- Економске величине и индикатори: У макроекономској области, израз „светски новац“ може бити повезан са концепцијама као што су светски бруто домаћи производ (СБДП) или међународне резерве које мере здравље и стабилност светске економије.

⁷² Поповић, А. (2020). Појам, функције и вриједности новца. Осијек: Факултет агробиотехничких знаности.

2.3. Појавни облици новца

Постоје различите врсте новца, а они се могу класификовати на основу различитих критеријума у⁷³:

- Метални или ковани новац се производи од метала, обично злата, сребра, бронзе или никла. Ковани новац обично има физичке карактеристике, као што су маса и размера, које одређују његову вредност. Метални новац се користи за размену добара и услуга и има основну вредност засновану на материјалу из којег је направљен.
- Папирни новац је облик новца који се састоји од штампаног или одређеног облика папира. Он представља законско платно средство и издаје се од стране власти или централне банке. Папирни новац олакшава трговину и плаћање, а његова вредност долази од обећања власти да ће га прихватити као законско средство размене.
- Кредитни новац представља облик новца који се креира путем кредитног процеса. Банке и финансијске институције могу стварати кредитни новац путем кредитирања. Овај вид новца постоји када банке издају кредите и тако креирају новац у облику депозита на рачуну зајмопримца.
- Депозитни новац је форма новца која се односи на средства депонована на банкарским рачунима. Овај новац се креира када људи депортују своја средства у банке, а банке га могу користити за кредите и инвестиције. Депозитни новац је често основа за кредитни новац.
- Књишки новац представља облик новца који постоји у записима или књигама, а не у физичком облику. Ово је вид новца који се користи електронски или дигитално, обично преко банковних трансакција и електронских преноса. Књишки новац се обично односи на банковни салдо, дигиталне записе и друге форме

⁷³ Милошевић, М. (2019). Врсте новца. Лепосавић: ВЕШСС.

електронских финансија.

Све ове врсте новца имају различите карактеристике и функционалности, а људи и економске системе користе комбинацију ових новчаних облика у свакодневном животу.

Новчаница представља сваки облик новца (сурогат новца), који се појављује у облику папирне цедуље, без обзира на настанак, економско значење и правну норму. Сурогати новца су заменици новца који, као вредносни папири (менице, чекови и сл.), садрже право које ималац тог папира има на одређену количину пуновредног новца (злата).

Новчаница је настала током развоја новчаног система, као последица спонтаног сазнања да номинална вредност новца у промету не мора одговарати стварној вредности и да од ње може одступати. Новчаница се све више приближава функцији искључивог новца, јединог законског средства плаћања и промета. Тиме она истовремено добија карактеристике дефинитивног средства плаћања – претварајући се све више у папирну валуту⁷⁴.

Папирни новац је заменио метални, као резултат потреба промета и у сврху олакшања промета, и то као његов представник, односно уз претпоставку да се свакодневно може конвертовати у одређену количину племенитог метала. Папирни новац је у потпуности прихваћен захваљујући дуготрајном функционисању могућности замене папирног новца за племените метале.

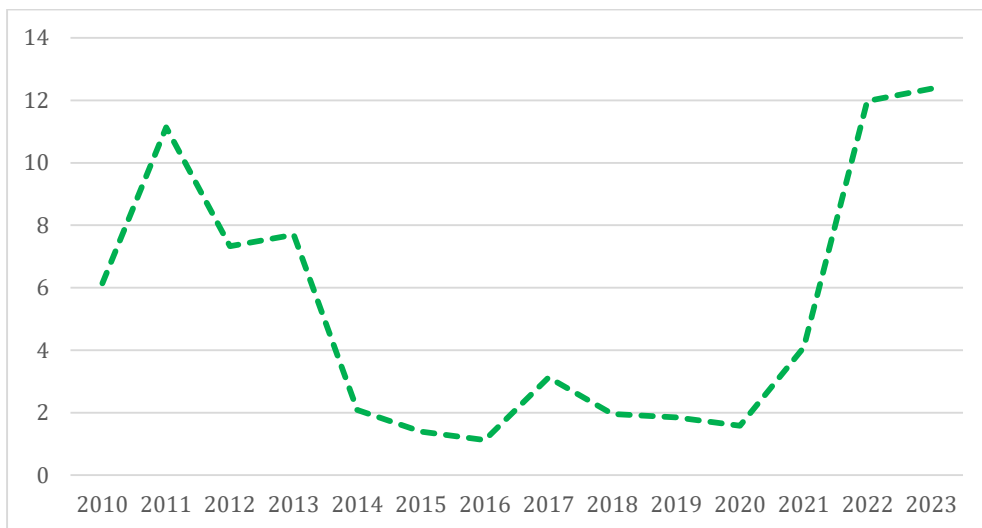
Међу економистима још увек није опште прихваћена изричита дефиниција појма новца, тј. шта се подразумева под појмом новца, па је макроекономска мисао одувек била под утицајем трагања за варијаблом званом „новац“ која се може повезати са другим економским варијаблама, као што су номинални доходак или ниво цена.

Макроекономија се бави агрегатним величинама, као што су укупна запосленост, укупна производња, укупна размена, инфлација, платни

⁷⁴ Живковић, А., Кожегинац, Г. (2009). Монетарна економија, Београд: Економски факултет.

биланс. Једно од најважнијих питања макроекономије је питање инфлације, њених појавних облика, узрока и начина да се она стави под контролу. У правилу макроекономија ставља у однос количину новца у оптицају и општи ниво цена, односно стопу општег раста цена, која се назива инфлацијом, повлачећи између њих узрочно - последичну везу⁷⁵. Тако је на пример инфлација у Србији, у периоду 2010-2023. године, износила у просеку 5.2%, док је навиши ниво достигнут 2022. године са чак 12% (Графикон 2).

Графикон 2: Инфлација (%), у Србији, 2010-2022.



Извор: Светска банка, 2024⁷⁶.

Наиме, сматра се да је један од основних узрока пораста општег нивоа цена већи обим новца од потребног на нивоу националне економије, који утиче на понашање банака, компанија и појединаца. Већа количина новца од неопходног за несметано обављање купопродаја нарушава равнотежу понуде и тражње за новцем и утиче на његово обезвређивање, снижавање његове вредности⁷⁷.

⁷⁵ Филиповић, С. (2019). Економија. Београд: Универзитет Сингидунум.

⁷⁶ Светска банка. (2024). Подаци за индикаторе. <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2022&start=1971>

⁷⁷ Фабрис, Н. (2023). Филозофија новца и савремено друштво. Подгорица: ЦБЦГ.

3. Новчана маса и брзина новца у оптицају

3.1. Концепције новчане масе

Новчана маса или понуда новца треба да буде на оптималном нивоу да би национална привреда нормално функционисала.

Пошто је новац средство размене, колико треба да га буде опредељено је величином онога што је потребно разменити у току године, а то је бруто домаћи производ (БДП). У суштини ова величина је одређена ценама производа и услуга које треба разменити у току године и њиховом количином.

Новчана маса означава новац, односно класичне облике новца и друге ликвидне финансијске облике. У савременим условима пословања, термин новчана маса означава збир свих финансијских облика који се сматрају новцем у привреди једне земље.

С обзиром на сложеност односа између финансијских и реалних привредних кретања, створила се потреба за селекцијом и диференцирањем различитих облика финансијских инструмената у поједине групе према степену њихове ликвидности.

Различите дефиниције садржине новчане масе се могу груписати у две основне категорије: теоријски и емпиријски приступ⁷⁸.

Теоријски приступ

- Традиционални концепт новца је најстарија концепција новчане масе, која тежиште ставља на функцију новца као прометног и платежног средства, што условљава дефинисање новчане масе као збира готовог новца у оптицају и депозита по виђењу пословних банака (депозитног новца).
- Концепт *M. Friedman*-а новац схвата као „привремени појавни облик куповне снаге“. Ова дефиниција новчане масе је шира и обухвата уз готов новац, депозитни новац и орочене депозите.

⁷⁸ Ловриновић, И., Иванов, М. (2009). Монетарна политика, Загреб: РРИФ плус д.о.о.

Недостатак овог концепта је што ликвидна актива, која служи као „привремени појавни облик куповне снаге“, не мора истовремено и да служи као средство размене⁷⁹.

- Концепт *Gurley & Shaw-a* сматра да средства у пасиви небанкарских финансијских институција, посебно штедних и кредитних удружења и осигуравајућих друштава, представљају блиске супституте (замену) за новац, што оправдава њихово укључивање у новчану масу. Њихова дефиниција новчане масе је још шира и обухвата готов новац, депозитни новац, орочене депозите и депозите небанкарских финансијских институција. Из овог концепта се извлачи теза о релативној немоћи новца као аутономног фактора који може да има дејство на реални сектор економије⁸⁰.
- Концепт из *Radcliffe-овог* извештаја о ликвидности привреде је најшири концепт и укључује готов новац, депозите по виђењу, орочене депозите, депозите небанкарских финансијских институција и кредитне линије. Овај концепт новчане масе значи напуштање категорије новчане масе и прихватање новог знатно ширег концепта монетарних агрегата⁸¹.

Емпиријски приступ полази од тезе да новчане агрегате (новчану масу) треба посматрати са гледишта практичних потреба спровођења монетарне политике. Најбоља дефиниција новца је, наиме, она која обезбеђује најбољу контролу монетарне политике над дохотком, запосленошћу и ценама⁸².

⁷⁹Friedman, M. (1964). Post-War Trends in Monetary Theory and Policy, Washington: National Banking Review.

⁸⁰ Gurley, J.G., Shaw, E. (1956). Financial Intermediaries and the Savings-Investment Process, Journal of Finance.

https://www.researchgate.net/publication/325146800_Financial_intermediaries

⁸¹ Committee on the Working of the Monetary System, (1959). Report, H.M. Stationary Office, London (Radcliffe Report).

<https://archive.org/details/report0000grea/page/n3/mode/2up>

⁸² Laidler, D. (1969). The Definition of Money: Theoretical and Empirical Problems, Journal of Money, Credit and Banking, Blackwell Publishing, 1(3), 508-525.

Издвојила су се два прагматична приступа дефинисању новчане масе⁸³:

- *Проблемски приступ* - дефиниција новчане масе би требало да зависи од конкретне проблема који се истражује. Новчана маса се у овом приступу посматра као део монетарног модела, те монетарне агрегате треба дефинисати тако да се постиже најстабилнија функционална повезаност монетарних са реалним варијаблама;
- *Статистички приступ* - користи статистички метод за идентификацију преломне тачке финансијских облика поређаних по степену ликвидности, која одваја новац од квази-новца. Новчана маса је одређена могућношћу замене различитих облика финансијске активе, па носиоци монетарне политике треба стално да прате дешавања у финансијском систему и, у складу са тим, врше стално прилагођавање монетарне политике и став у погледу оптималне дефиниције новчане масе.

Механизми креирања новчане масе су⁸⁴:

- Кредитна активност банака,
- Куповина и продаја ХоВ,
- Задуживање државе код централне банке,
- Девизне странсакције са иностранством и
- Промене депозита.

3.2. Монетарни агрегати

Монетарни агрегати су монетарни индикатори и служе за одређивање квалитета и функција новца у привреди, али и за вођење монетарне политике и политике ликвидности привреде и других сектора.

⁸³ Перишин, И., Шокман, А., Ловриновић, И. (2001). Монетарна политика, Пула: Факултет економије и туризма „Др. Мијо Мирковић“.

⁸⁴ Живковић, А., Ристић, Ж. (2000). Управљање финансијским и девизним пословањем. Београд: Економски факултет.

Мотиви држања новца, а тиме и његове функције у привреди могу бити⁸⁵:

- 1) Трансакциони – када се новац користи за обављање трансакција односно плаћања роба и услуга.
- 2) Спекулативни – када се новац држи у циљу спекулације на финансијском тржишту (очекивани пад или раст камата, односно цена хартија од вредности).
- 3) Предострожност у држању новца – када се новац држи као одређена резерва за случаје ванредних околности (што зависи од услова привређивања, расположивости краткорочних извора финансирања, основне оријентације у монетарној политици и др.

Монетарна анализа и економска политика најчешће користе агрегат новчана маса (M1). Поред тога често се користи и агрегат монетарна база или примарни новац (M0). Овај агрегат се још назива и новац централне банке.

У овај агрегат улазе следећа средства⁸⁶:

Примарни новац

- Динарски примарни новац (M0)
 - ❖ Готов новац у оптицају
 - ❖ Жиро рачун банака
 - ❖ Благајна
 - ❖ Депозитни новац федерације
 - ❖ Обавезна резерва банака
 - ❖ Резервни фондови

⁸⁵ Јеремић, Љ. (2008). Основи финансија, Београд: Универзитет Сингидунум.

⁸⁶ Живковић, А., Комазец, С. (2000). Монетарна економија, Београд: Економски факултет.

- Девизне обавезе према банкама
- Благајнички записи Народне банке

Монетарни агрегат новчана маса (M1) најбоље одговара дефиницији новца као трансакционог средства, те се користи као индикатор понуде новца. У новчану масу улазе следећа средства:

Новчана маса (M1)

- Готов новац у оптицају
- Депозитни новац
 - ❖ Средства на текућим жиро рачунима
 - ❖ Издвојена и осигурана средства за инвестиције
 - ❖ Средства за заједничку потрошњу
 - ❖ Средства за стамбену изградњу
 - ❖ Остала новчана средства

Поред новчане масе често се користи и агрегат **(M2) – Ликвидна средства**. Структура агрегата M2 је следећа:

Ликвидна средства (M2)

- Новчана маса (M1)
- Квази новац (штедни и други слични депозити)
 - ❖ Улози на штедњу по виђењу
 - ❖ Орочени депозити до једне године
 - ❖ Орочени депозити за стамбену изградњу
- Краткорочне хартије од вредности
- Краткорочни депозити домаћих комитената у девизама
 - ❖ Депозит по виђењу у девизама
 - ❖ Орочени депозити у девизама (краткорочни)

Шири агрегат у односу на М2 је агрегат **Укупна ликвидна средства (М3)** овде улазе следећа средства⁸⁷:

- Ликвидна средства (М2)
- Средства резерви
- Средства за дознаке у иностранству
- Средства за покриће акредитива
- Остали ограничени депозит
- Средства за куповину девиза
- Удružена средства

Монетарни волумен – укупни депозит (М4) као знатно шири монетарни агрегат према методологији Народне банке Србије обухвата⁸⁸:

- Укупна ликвидна средства (М3)
- дугорочне динарске девизне депозите и друга средства која су орочена преко годину дана,
- дугорочне обавезе банака према домаћим комитентима у девизама,
- дугорочна удružена средства орочене депозите,
- дугорочне обавезе по хартијама од вредности и
- дугорочне обавезе банака по ороченим средствима за стамбено-комуналну изградњу.

3.3. Ендогеност и егзогеност новчане масе

Дуго времена су се монетарна теорија и пратећа емпиријска истраживања бавила ефектима које количина новца изазива код

⁸⁷ Ристић, К., Комазец, С., Ристић, Ж. (2014). Монетарна економија и банкарски менаџмент, Београд: Етностил.

⁸⁸ Ибид.

економски показатеља, као што су: цене, инвестиције, запосленост или ниво привредне активности. Међутим, све се више повећава интерес за истраживањем оних фактора који својим променама одређују стварну количину новца у оптицају, односно утврђују узроке који у тржишним привредама изазивају цикличне осцилације у кретању новчане масе.

Економски модели садрже два типа варијабли – **егзогене** и **ендогене**. У статистичкој теорији **ендогена променљива** је величина чије кретање је резултат заједничког деловања осталих варијабли у моделу. **Егзогена варијабла** је варијабла за чију вредност се претпоставља да је одређена факторима који се налазе ван посматраног модела⁸⁹.

Представници монетаристичког приступа новчану масу виде као егзогену варијаблу, уважавајући „повратни ефекат” на следећи начин: преовлађујући ефекат који иде од новца према реалним привредним токовима и монетарне власти могу да контролишу осцилације (волатилност) новчане масе у оптицају и у могућности су да утичу на привредну активност, уз постојање повратних ефеката из реалног према монетарном сектору.

Може се закључити да економисти не располажу поузданим економетријским налазом којим би се могло дефинитивно утврдити да ли је новчана маса ендогена или егзогена величина.

Оно што је извесно јесте да је стварни обим новчане масе одређен (детерминисан) понашањем монетарних власти и тзв. приватног сектора привреде, који обухвата небанкарске економске субјекте, пословне банке и друге финансијске институције.

Преференције привредних субјеката у смислу креирања и управљања сопственим портфолиом у оквиру развијене тржишне привреде су одлучујуће у посредовању између позиције акција монетарне власти и ефеката у виду обима новчане масе којом располажу економски субјекти у оквиру конкретног привредног система⁹⁰.

⁸⁹ Ђировић, М. (1995). Монетарна економија, Београд: Економски факултет.

⁹⁰ Маловић, М. (2014). Теорија новца и монетарна политика у малој отвореној привреди, Београд: Институт економских наука.

3.4. Брзина новца у оптицају

Улога новца у одвијању привредне активности једне земље и његов утицај на кретање цена, доходака, ликвидност репродукције и запосленост данас је постао основни предмет изучавања монетарне теорије. У њеној дугој историји постојао је велики број супротних ставова о улози новца у привреди. С једне стране, постоји став да је количина новца без значаја за привредна кретања, док други сматрају да је количина новца један од основних фактора привредног развоја и стабилности.

Опште прихваћени став савремене монетарне теорије је да количина новца представља један од значајних фактора привредних кретања, посебно у условима кредитног новца и свих сурогата правог новца.

Ово потврђује и чињенице да се у оквиру монетарне теорије све већа пажња придаје изучавању и истраживању механизма преношења монетарног деловања на процес репродукције, с циљем да се нађе одговор на питање: како и којом брзином делују поједини инструменти монетарне политике на основне привредне макроагрегате, као што су: национални доходак, цене, запосленост, увозно извозни комплекс, платни биланс, ликвидност репродукције итд.

Маса новца у привреди је врло променљива и динамична величина, што зависи од неколико фактора⁹¹:

1. Маса новца у привреди која осцилира са осцилацијом привредне активности, уз сталну тенденцију повећања (у условима проширене репродукције);
2. Брзина оптицаја новца у привреди;
3. Понашања привредне активности (друштвеног производа);

Савремена монетарна теорија у одређивању оптималне новчане масе полази од познатог Марксовог закона новчаног оптицаја⁹²:

⁹¹ Ђировић М. (1995). Монетарна економија, Београд: Економски факултет.

⁹² Живковић, А., Комазец, С. (2000). Монетарна економија, Београд: Економски факултет.

$$M_0 = X R_c / V$$

M_0 – потребна количина новца

$X R_c$ – сума робних цена

V – брзина оптицаја новца

При томе се све више истражује деловање сваког фактора у оквиру овако међусобно повезаних агрегата. У овим истраживањима, нарочито оживљавањем монетарстичког правца у монетарној теорији све више истражује значај промена количине новца и његове структуре на привредна кретања. Зато брзина оптицаја новца добија све већи значај. И то због тога што је количина новца (M) из наведене формуле могуће лакше регулисати активношћу банкарског система преко понуде новца, док је тражњу новца и брзину новца врло тешко регулисати.

Фактори који одређују (детерминишу) брзину потребне количине новчане масе у оптицају су:⁹³

1. Систем плаћања, који одређује максималну брзину оптицаја. „Максимална брзина оптицаја је у ствари брзина оптицаја која одговара могућностима извршења операција плаћања.” Практично, поменута брзина је временски период потребан да се реализују операције плаћања. У случају депозитног новца то би био временски период од момента издавања налога од стране дужника /платиоца/ преко своје пословне банке до момента када купац /прималац/ добије обавештење од своје банке да су новчана средства одобрена на његов рачун и да њима може слободно располагати. Стога се максимална брзина оптицаја може назвати и техничком брзином оптицаја. Такође се може уочити да поменута брзина оптицаја највише зависи од институционалних фактора система плаћања. Наиме, ефикаснија техника платног промета смањује количину новца у платном промету и убрзава новчани оптицај.

⁹³ Хаџић М., Барјактаровић Л. (2015). Монетарна економија, Београд: Универзитет Сингидунум.

2. Остале детерминанте, који резултирају мањом брзином оптицаја од максималне, су:
- Децентрализација или централизација новчаних средстава – доводи до смањења или повећања брзине новчаног оптицаја. Требало би уважити и секторско деловање (становништво и привреда) на брзину новца. До повећања укупне брзине новца у оптицају ће доћи уколико дође до прерасподеле новчаних средстава из сектора становништва у сектор предузећа;
 - Степен сигурности – уколико привредни субјекти процењују да постоји велики степен сигурности у приливу средстава, то ће утицати на убрзање новчаног оптицаја (наплати потраживања; остваривању дохотка), чиме се омогућава да економски субјекти могу држати мање новчаних средстава ликвидности;
 - Психолошки фактори – као изведени фактори утичу на тражњу новчаних средстава, па самим тим и на брзину новца у оптицају. Међутим, ове факторе је тешко квантификовати и укључити у ех-анте (унапред) усвојену монетарну политику;
 - Фреквенција у институционално одређеним плаћањима која настају у процесу расподеле и прерасподеле националног дохотка, а тичу се обрачуна и исплата дохотка, доприноса, пореза и других облика давања. Фреквенција може деловати позитивно или негативно на брзину новчаног оптицаја. Уколико дође до скраћивања интервала исплате дохотка и других захватања из дохотка, доћи ће до позитивног деловања и обратно;
 - Стабилност привреде – Виша стопа инфлације, тј. већа нестабилност привреде, води бржем трошењу дохотка, односно ослобађања новца, и бржем оптицају новца. Брзина неуравнотеженог новца у оптицају се приближава максималној брзини и већа је од брзине потребне количине новца у оптицају, што резултира повећањем неуравнотеженог новца и брзине оптицаја укупне новчане масе.

ПИТАЊА ЗА ПРОВЕРУ ЗНАЊА:**V Монетарна економија**

1. Како се дефинише монетарна економија?
2. Шта је монетарно-финансијски систем, а шта политика?
3. Како се дефинише монетарни систем?
4. Шта је новац?
5. Како је текао развој новца кроз историју?
6. Које су функције новца?
7. Које су врсте новца?
8. Шта је новчана маса?
9. Шта су монетарни агрегати?
10. Шта је брзина новца у оптицају?

VI

МОНЕТАРНА ПОЛИТИКА

VI МОНЕТАРНА ПОЛИТИКА

Монетарна политика је скуп правила, прописа, мера и инструмената којима се у монетарној сфери друштвене репродукције регулише ниво, структура и динамика новчане масе, као и циркулација новца у прометним каналима репродукције. Монетарна политика представља примењену научну област која се састоји из емисионе, кредитне и девизне политике, а уско је повезана са фискалном политиком у склопу финансијске, односно макроекономске политике. Она је део опште економске политике која се састоји од скупа мера које утичу на ток привредног живота стварањем, поништавањем, расподелом и прерасподелом куповне снаге новца и кредита у националној економији. Монетарну политику утврђује и спроводи Централна банка. Основни циљ монетарне политике је да обезбеди потребну количину новца за обнављање ресурса у производњи и за континуитет репродукције. Ужи задаци монетарне политике су стабилност цена и привредни раст, а шири задаци су привредни раст и развој, запосленост, стабилност цена и уравнотежен спољно-трговински биланс. Ови циљеви проистичу из опште макроекономске политике земље, која је оквир за циљеве сегмената економске политике, међу које спада и монетарна политика.

1. Појам и суштина монетарне политике

Монетарна политика представља веома важан сегмент економске политике која, преко својих инструмената, треба да регулише количину новца у оптицају (те обим и структуру кредита) и обезбеди њихово позитивно деловање на укупна реална привредна кретања.

Када се говори о значају монетарне политике, и уопште новца, за нормално одвијање токова реалне привредне активности, односно процеса друштвене репродукције, све више се избегавају екстремни теоријски ставови који тврде да "новац није важан".

Данас се углавном заступа један „избалансиран“ теоријски став по коме је значај монетарне политике (и уопште монетарних варијабли) веома наглашен, али не и пресудан, за нормално одвијање токова привредне активности⁹⁴.

Другим речима, сада се најчешће истиче теоријски став да "реални економски фактори примарно одређују формирање перформанси дате економије (стопа раста производње, стопа незапослености, стопа инфлације, суфицит или дефицит у платном билансу итд.), али да монетарне варијабле играју значајну повратну улогу у формирању перформанси економије⁹⁵."

Позитивно деловање на укупна реална привредна кретања монетарна политика може да оствари уколико она буде адекватно вођена и синхронизована са другим сегментима економске политике. Адекватно вођење монетарне политике подразумева да се примењују ефикасни инструменти монетарног регулисања, те да предузете мере буду благовремене имајући у виду одгођено деловање односно временско кашњење у деловању мера монетарне политике. Због тога монетарна политика мора бити довољно флексибилна како би могла

⁹⁴ Душанић, Б. Ј. (2009). Монетарне и јавне финансије, Београд: Београдска пословна школа.

⁹⁵ Душанић, Ј.Б., Шпирић, Н.Ј. (2009). Монетарне и јавне финансије, Бања Лука: Економски факултет.

да брзо реагује на настале поремећаје (било монетарног или немонетарног карактера).

Што се тиче синхронизованог деловања монетарне и других сегмената економске политике (фискалне, девизне, спољнотрговинске итд.) од нарочитог значаја је добра усаглашеност мера монетарне и фискалне политике.

Ефикасна монетарна политика је одговарајући низ мера које централне банке спроводе како би оствариле циљеве стабилности цена, економског раста и запослености. Ефикасна монетарна политика је важна за одржавање стабилности цена и подршку расту економије. Међутим, постоје одређена ограничења као што су ограничења у вези са каматним стопама и новчаним агрегатима, као и проблеми са превеликом зависношћу од инфлационих пројекција, које треба узети у обзир приликом формулисања ефикасне монетарне политике.

Постоје и други фактори који могу утицати на ефикасност монетарне политике, а који укључују фискалну политику, односно политику јавних расхода и пореза, која може да утиче на економски раст и цене. Такође постоје спољни фактори, као што су кретања на међународним тржиштима новца и роба, која такође могу утицати на ефикасност монетарне политике.

Поред тога, постоји и дебата о томе која монетарна политика је најефикаснија у одређеним околностима. Неки сматрају да је инфлациона пројекција најбољи приступ, док други верују да је политика квантитативног ублажавања или политика каматних стопа боља опција. Још увек нема јединственог одговора на ово питање и даље се истражују различити приступи ефикасној монетарној политици.

Важно је напоменути да ефикасна монетарна политика не гарантује успех у свим ситуацијама. Постоје различити фактори који утичу на економски раст и стабилност цена, и монетарна политика може само да делује као помоћно средство. Међутим, уколико се користи ефикасно, монетарна политика може да помогне у одржавању стабилности цена и подршци расту економије.

1.1. Задаци монетарне политике

Пред монетарном политиком се као главни задатак поставља регулисање потребне количине новца преко његовог креирања и повлачења, како би се створили оптимални монетарни услови за несметано одвијање процеса друштвене репродукције. То значи да монетарна политика треба да обезбеди да се у привреди не појављује претерана али и недовољна количина новца у оптицају.

У случају претеране као и недовољне количине новца у оптицају долази до негативних ефеката на одвајање процеса друштвене репродукције.

Тако би се основни **задатак монетарне политике** могао дефинисати као потреба да се обезбеди оптимална количина новца у оптицају (оптимална новчана маса) која је неопходна за несметано одвијање процеса друштвене репродукције⁹⁶.

Другим речима, оптимална новчана маса треба да обезбеди несметано одвијање процеса друштвене репродукције без икаквих поремећаја (негативних утицаја) изазваних монетарним факторима.

Када се говори о оптималној новчаној маси, неопходној за несметано одвијање укупног процеса друштвене репродукције има се у виду, не самоукупан волумен новчане масе него, и њену адекватну секторску структуру, односно оптималан секторски (привреда, држава, становништво) распоред новчане масе.

Оптимална новчана маса је веома променљива варијабла која је резултат аутономног понашања веома великог броја фактора и субјеката, како из монетарног тако и из реалног сектора друштвене репродукције. Због тога не постоје механизми за аутоматско регулисање новчане масе и њено довођење на оптимални ниво, нити је могуће наћи универзалну формулу којом се може у сваком тренутку израчунати оптимална новчана маса.

⁹⁶ Ибид.

Оптимална новчана маса која је потребна у одређеном моменту, (односно потребна количина новца у оптицају) се дефинише према два сложена фактора:

- висином нормалног дохотка или укупних трансакција и
- брзином оптицаја новца.

Потребна количина новца у оптицају расте са порастом номиналног дохотка или укупних трансакција, а смањује се са повећањем брзине оптицаја новца.

Зато су задаци монетарне политике⁹⁷:

- Квантитативни задатак (регулисање потребе количине новца у оптицају),
- Квалитативни или селективни задатак (усмеравање емисије новца одређеним корисницима преко селективних кредита, кредитирања државе и других непосредних корисника).

Основни задатак монетарне политике је квантитативни, односно регулисање потребе количине новца у оптицају. У економској литератури многи аутори сматрају да монетарна политика није у стању да истовремено успешно остварује оба задатка, те да том случају у пракси често долази до тензија и конфликта између квантитативних и квалитативних задатака који се најчешће разрешавају на штету првог.

Због тога, они сматрају да селективне задатке треба решавати мерама других сегмената економске политике, а монетарној политици оставити квантитативни задатак, односно регулисање потребе количине новца у оптицају.

⁹⁷ Marjanović, N., Prelić, J., Belobabić-Čavkunović, J. (2017). Ulgova Narodne banke Srboj eu regulisanju monetarne politike. Beograd: Ceon-Cees. <https://scindeks-clanci.ceon.rs/data/pdf/2217-401X/2017/2217-401X1703073M.pdf>

1.2. Циљеви монетарне политике

Циљеви монетарне политике су сврстани у две групе:

1. Развојни циљеви имају дугорочни карактер, а то су⁹⁸:

- привредни раст и
- раст запослености.

2. Стабилизациони циљеви имају краткорочни карактер, а то су⁹⁹:

- стабилност цена и
- равнотежа платног биланса.

Привредни раст представља економски напредак земље, а прати се преко одређених показатеља: квантитативни показатељ је друштвени производ по глави становника, а квалитативни показатељ су промене у структури привреде (тросекторски модел привреде). На пример, у региону Западнога Балкана¹⁰⁰, коме припада и Србија, привредни раст и незапосленост су једни од главних макроекономских индикатора. Привредни раст се земљама Западног Балкана, у периоду 2010-2023. године износио 2.4%. Предњачиле су Албанија (2.8%) и Црна Гора (2.75), а пратиле су их Босна и Херцеговина (БиХ) (2.3%) и Србија (2.2%), а најмањи раст Северна Македонија (2.1%) (Графикон 3).

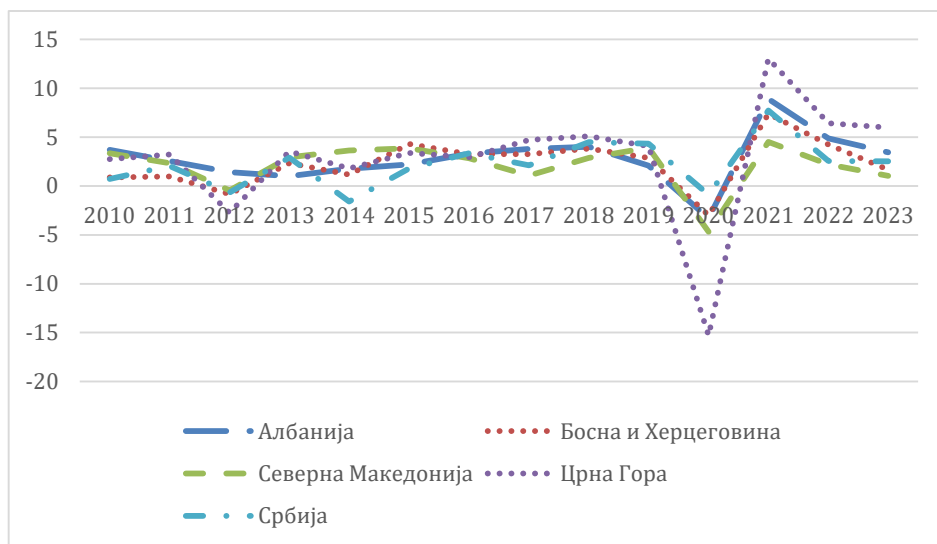
Раст запослености постиже се усмеравањем средстава из примарне и секундарне емисије у „радно интензивне делатности“ (апсорбују много радне снаге, нпр: грађевинарство, индустрија). Незапосленост се у земљама Западног Балкана, истом периоду достигла 18.2%. Предњачиле су Северна Македонија (23.2%) и БиХ (21.3%), а пратиле су их Црна Гора (17.3%) и Србија (15.2%), па Албанија (13.8%) (Графикон 4).

⁹⁸ Живковић, А., Кожегинац, Г. (2009). Монетарна економија, Београд: Економски факултет.

⁹⁹ Ибид.

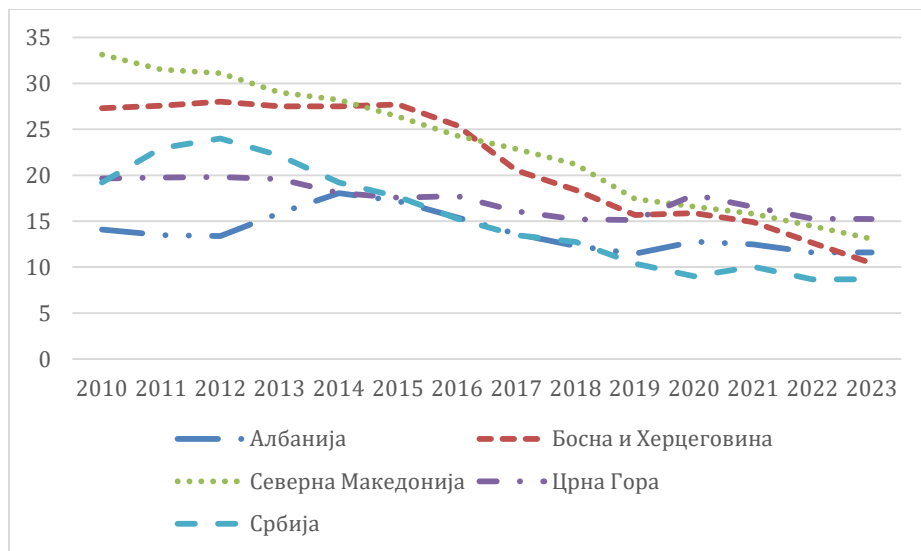
¹⁰⁰ Регион Западног Балкана чине Албанија, Босна и Херцеговина, Црна Гора, Северна Македонија, Србија и Косово (по Резолуцији 1244 Савета Безбедности Уједињених нација). Косово неће бити анализирано у овој књизи.

Графикон 3: Привредни раст (%), Западни Балкан, 2010-2023.



Извор: Светска банка, 2024¹⁰¹.

Графикон 4: Незапосленост (%), Западни Балкан, 2010-2023.



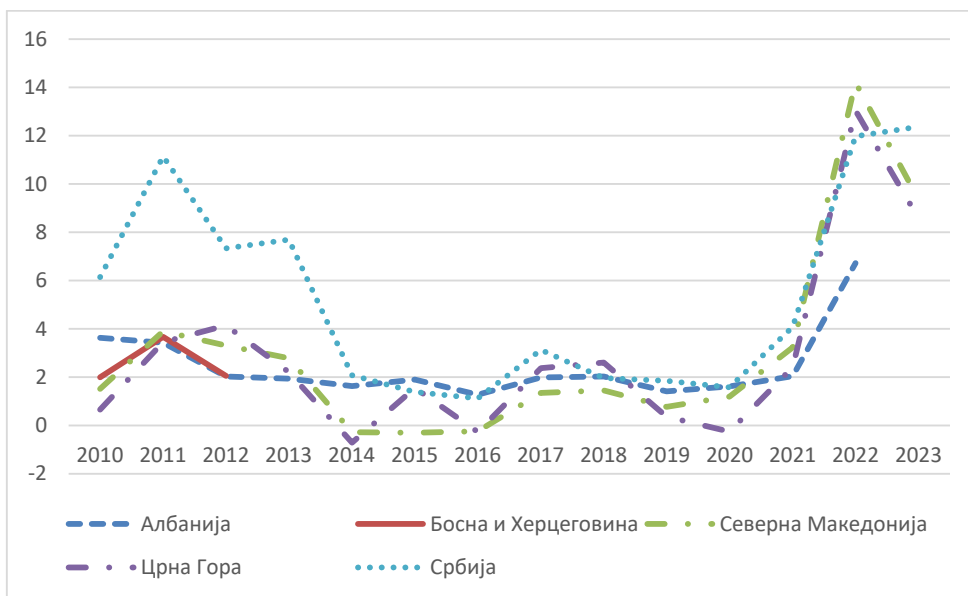
Извор: Светска банка, 2024¹⁰².

¹⁰¹ Светска банка. (2024). Подаци о индикаторима. <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?end=2022&start=1971>

¹⁰² Ибид.

Стабилност цена је циљ који се у нашим условима може преформулисати у „минимизирање цена“, а што се може постићи кроз однос понуде и тражње. На пример, у зељама Западног Балкана, инфлација је у периоду 2010-2024. године износила 3.3%. Иако подаци за Босну и Херцеговину нису доступни од 2012. године, предњачиле су Србија (5,2%) и Северна Македонија (3.0%), док су мањи ново инфлације бележиле Црна Гора (2.8%) и Албанија (2.4%) (Графикон 5).

Графикон 5: Инфлација (%), Западни Балкан, 2010-2023.



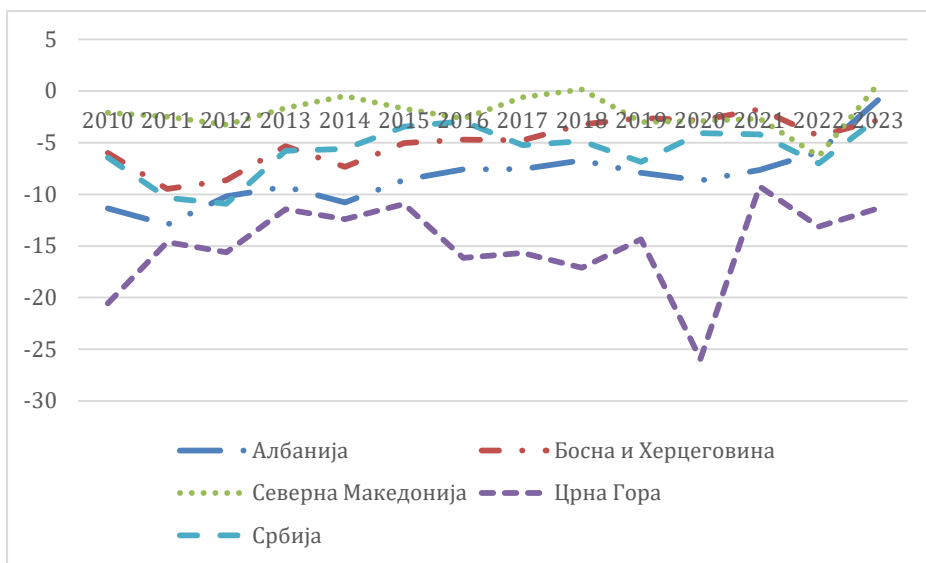
Извор: Светска банка, 2024¹⁰³.

Платни биланс је упоредни преглед прилива и одлива новца у једној држави у периоду од годину дана. На пример, у земљама Западног Балкана платни биланс је у посматраном периоду био у дефициту, када је у просеку износио -7.1% БДП.

Предњачила је Црна Гора са -15.1%. Остале земље региона су бележиле нешто мањи ниво (Албанија -8.2%, Србија -5.7%, Босна и Херцеговина 4.9%, Северна Македонија 2.0%) (Графикон 6).

¹⁰³ Ибид.

Графикон 6: Платни биланс (БДП %), Западни Балкан, 2010-2023.



Извор: Светска банка, 2024¹⁰⁴.

Да би се остварили развојни циљеви води се експанзивна монетарна политика, која подразумева бржи раст новчане масе од раста вредности друштвеног производа. Да би се остварили стабилизациони циљеви води се рестриктивна монетарна политика, која подразумева спорији раст новчане масе од раста вредности друштвеног производа¹⁰⁵.

Циљеви монетарне политике су предмет константне еволуције. Крајњи циљ монетарне политике представља пораст друштвеног благостања, јер се централна банка не може посматрати као изолована јединка. Питање које се поставља је који је најбољи начин на који централна банка може допринети порасту благостања.

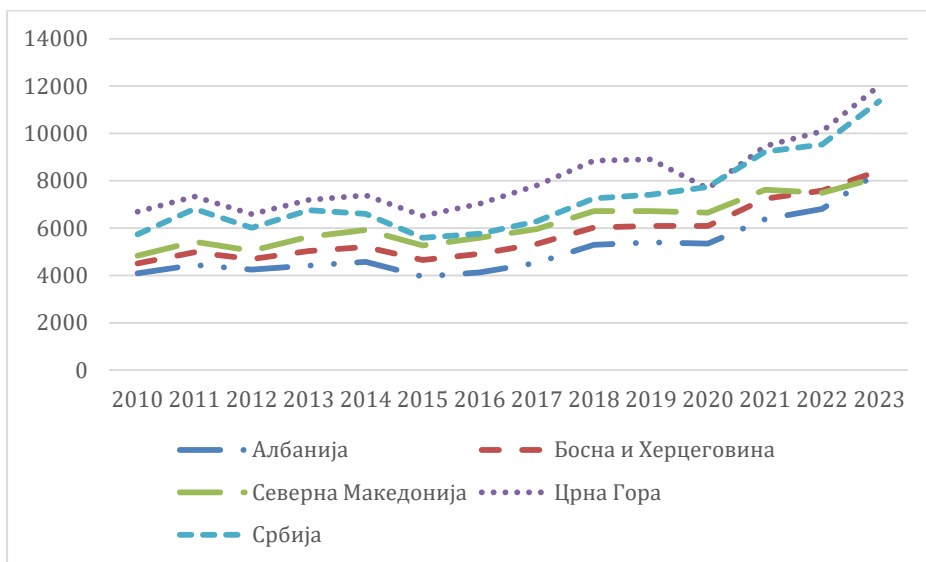
На пример, у земљама Западног Балкана, раст друштвеног благостања или квалитета живота, мерен Бруго домаћим производом по глави становника (BDP per capita), у периоду 2010-2023. је у просеку износио

¹⁰⁴ Ибид.

¹⁰⁵ Живковић, А., Кожегинац, Г., Поповић С. (2023). Монетарна економија. Београд: Економски факултет.

6505 УСД. Предњачиле су Црна Гора (8110 УСД) и Србија (7292 УСД), а пратиле су их Северна Македонија (6215 УСД) и Босна и Херцеговина (5768 УСД), док је најмањи раст бележила Албанија (5140 УСД) (Графикон 7).

Графикон 7: ВДР по глави (УСД), Западни Балкан, 2010-2023.



Извор: Светска банка, 2024¹⁰⁶.

Циљеви монетарне политике су обично оријентисани на одржавање фиксног нивоа радне моћи валуте, одржавање стабилности цена и контролу инфлације.

Одржавање фиксног нивоа радне моћи валуте се обично постиже тако што се користе методи као што су кључне стопе камата и курсне листе, који помажу у одржавању фиксног нивоа валутног курса.

Одржавање стабилности цена се обично постиже тако што се контролише инфлација и одржава ниво каматних стопа на одговарајућој висини да би се спречило да дође до претераних промена цена.

¹⁰⁶ Светска банка. (2024). Подаци о индикаторима. <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?end=2022&start=1971>

Контрола инфлације је један од циљева монетарне политике, међутим, неки други циљеви такође могу да имају велики значај, као што је подршка развоја економије и запошљавање развоја производње и тржишта.

Државне или централне банке морају да балансирају ове циљеве радећи на остварењу њихове макроекономске политике. То значи да се мора наћи баланс између подршке развоју економије и контроле инфлације. Такође, монетарна политика мора да буде добро указана и координисана са другим дејствима и политикама других департмана, као и са другим државама и међународним организацијама.

У зависности од окружења и потреба економије, монетарна политика може бити конзервативна или агресивна. Конзервативна монетарна политика је оријентисана на одржавање стабилности и одбацивање инфлације, док агресивна монетарна политика је оријентисана на стимулацију економије и подршку раста.

Прве централне банке су осниване од XVII века, кроз еволуциони процес, као последица ратова и њиховог притиска на државне финансије. Тада је основни задатак централних банака био да обезбеде буџету средстава за финансирање ратова.

Од средине XIX века па до средине XX века, као резултат честих криза централне банке имају најважнији задатак, да обављају функцију зајмодавца у крајњој инстанци, односно сачувају кредибилитет финансијског система.

Након велике економске кризе¹⁰⁷ и појаве кејнзијанске теорије централне банке добијају нови задатак да подстичу економски раст¹⁰⁸.

Током шездесетих година најважнији циљ монетарне политике је био да се постигне оптимална нагодба између инфлације и смањења незапослености.

¹⁰⁷ Filipović, S, Miljković, M. (2014). Transition economies during global economic crisis: a difference in differences approach. *Industrija*, (42), 23-39. DOI:[10.5937/industrija42-6944](https://doi.org/10.5937/industrija42-6944)

¹⁰⁸ Filipovic, S, Raspopovic, N, Toskovic, J. (2015). Corelation between reforms and foreign debt in transition countries. *Industrija*, (43), 175–191. DOI: [10.5937/industrija43-7709](https://doi.org/10.5937/industrija43-7709)

Тада се веровало да се са мало вишом стопом инфлације може „купити“ економски раст¹⁰⁹.

Међутим, таква политика која је у основи занемаривала инфлациона очекивања врло брзо је довела до раста инфлације, тако да се у економској историји седамдесетогодине називају годинама „Велике инфлације“. Тада долази до заокрета у домену монетарне политике, који иду у смеру давања веће независности централним банкама и најважнији циљ монетарне политике постаје одржавање ценовне стабилности.

Данас је кључни циљ већине централних банака да одржавају ниску и предвидљиву стопу инфлације. Највећи број економиста сматра да је оптимална стопа инфлације за развијене земље између 1%-3%.

Након глобалне финансијске кризе¹¹⁰ појавиле су се идеје, да би требало повећати циљну стопу инфлације на око 4%, јер онда у кризним условима постоји већи простор за снижење номиналне каматне стопе, што може олакшати прилагођавање. Свакако, ЦБ не могу директно остварити ценовну стабилност, већ преко инструмената који су им на располагању попут: политике девизног курса, каматних стопа, операција на отвореном тржишту, новчане емисије, обавезних резерви и др.

Како су ефекти ових варијабли на економију често неизвесни, да би лакше могле да предвиде њихове ефекте, ЦБ су креирала макроекономске моделе¹¹¹.

¹⁰⁹ Мишкин, Ф. (2006). Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта, Београд: Дата Статус.

¹¹⁰ Mishkin, F.S. (2011). Monetary policy strategy: lessons from crisis, Working paper 16755.

¹¹¹ Живковић, А., Кожетинац, Г. (2009). Монетарна економија, Београд: Економски факултет.

1.3. Монетарни инструменти

Централна банка преко инструмената спроводи монетарну политику једне земље. **Инструменти монетарне политике**, у зависности од начина на који делују, се могу груписати на следећи начин¹¹²:

- Директни инструменти – омогућавају непосредно постизање циљева носилаца монетарне политике. Најчешће коришћени директни инструменти су регулисање каматне стопе и мере регулисања пораста пласмана банака (кредитни лимит).
- Индиректни инструменти – делују користећи однос између новчане масе и примарног новца, као и монополски положај централне банке у погледу креирања примарног новца.

Најважнији инструменти монетарне политике су^{113,114}:

- политика обавезних резерви,
- операције на отвореном тржишту,
- референтна каматна стопа,
- кредити централне банке пословним банкама и
- девизне трансакције ЦБ са пословним банкама.

Обавезна резерва представља регулисање употребе дела активе или пасиве пословне банке од стране централне банке. Везује се за депозите и подразумева да одређен проценат депозита пословна банка не може да слободно користи већ мора да их издвоји на рачун централне банке. Она се данас третира као алтернатива операцијама на отвореном тржишту или као допунски инструмент који треба да повећа ефикасност операција на отвореном тржишту.

¹¹² Милошевић, М., (2021). Монетарне и јавне финансије, Источно Сарајево: Висока школа за услужни бизнис.

¹¹³ Народна Банка Србије (НБС). (2024а). Инструменти монетарне политике https://www.nbs.rs/sr_RS/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/instrumenti-monetarne-politike/

¹¹⁴ Пушара, Н., Паспаљ, М. (2020). Економија, Београд: БАПУСС.

Стога су стопе обавезних резерви данас у значајној мери снижене или су у потпуности елиминисане, а с обзиром да друге институције немају обавезу издвајања обавезне резерве оне смањују конкурентност банкарског система¹¹⁵.

Прописивањем висине стопе обавезне резерве централна банка може утицати на количину новца у оптицају. Уколико се жели утицати на смањење количине новца у оптицају, централна банка може једноставно повисити стопу обавезне резерве или проширити основицу, што ће резултирати у повлачењу дела кредитног потенцијала банака из оптицаја.

Потпуно је обрнут сценарио уколико централна банка жели утицати на повећање количине новца у оптицају. Овим инструментом се директно регулише кредитна активност банака и стога он може бити и значајан инструмент регулисања тражње.

Обавезна резерва има и сигурносни аспект. У случају банкротства или стечаја банке њени повериоци се намирају из стечајне масе, која се може увећати за износ издвојених обавезних резерви које се налазе на рачуну централне банке. Стога није редак случај да се у условима ниског кредибилитета банкарског система и након банкарских криза¹¹⁶ обично стартује са високом стопом обавезне резерве, да би се повратило поверење штедиша.

Методе обрачуна стопе обавезне резерве су у пракси врло различите. Према класичном концепту, који полази од претпоставке да је најважнија функција политике обавезне резерве регулисање количине новца у оптицају обавезна резерва се обрачунава само на депозите по виђењу.

Међутим, са развојем финансијских иновација и порастом орочених депозита, смањила се ефикасност овог инструмента монетарне

¹¹⁵ Симић, Н. (2002). Монетарне и јавне финансије, Београд: Универзитет Мегатренд.

¹¹⁶ Тоšković, J, Adžić, J, Marković, J. (2014). Posledice primene neoliberalne ideologije u zemljama u tranziciji. In: B. Dimitrijević (eds.) The Great Recession and the Crisis of the Neoliberal Economy (213-230). Sremska Kamenica: Univerzitet Educons.

политике. Стога је дошло до развоја нове концепције која сматра да предмет обавезне резерве треба да буду сви депозити, али по јединственој стопи обавезне резерве.

Трећа концепција која је највише заступљена у неразвијеним земљама полази од диференцираних стопа обавезне резерве.

Нижа стопа обавезне резерве се обрачунава на орочене депозите, а виша стопа на депозите по виђењу. На овај начин се стимулише орочавање депозита, чиме се повећава кредитни потенцијали смањује појава рочне неусклађеносте депозита и кредитних пласмана.

Операције на отвореном тржишту (слика 9) представљају куповину и продају хартијаод вредности које обавља централна банка (хартија од вредности, обвезница, државних записа и др.). Оне директно утичу на кредитни потенцијал и ликвидност банака, а индиректно на формирање новчане масе.

Куповина хартија од вредности (ХОВ) представља инструмент експанзивне монетарне политике, јер она доводи до одлива новца из биланса централне банке и до прилива новца у билансима пословних банака. Резултатових операција је пад каматне стопе.

Слика 9: Операције на отвореном тржишту



Извор: Шалић, 2012¹¹⁷.

¹¹⁷ Шалић, Р. (2012). Монетарна економија и банкарство. Чачак: Висока пословна школа струковних студија.

Обрнуто продаја хартија од вредности представља рестриктивну монетарну политику и она доводи од раста каматних стопа. Данас се операције на отвореном тржишту све више спроводе преко РЕПО операција¹¹⁸.

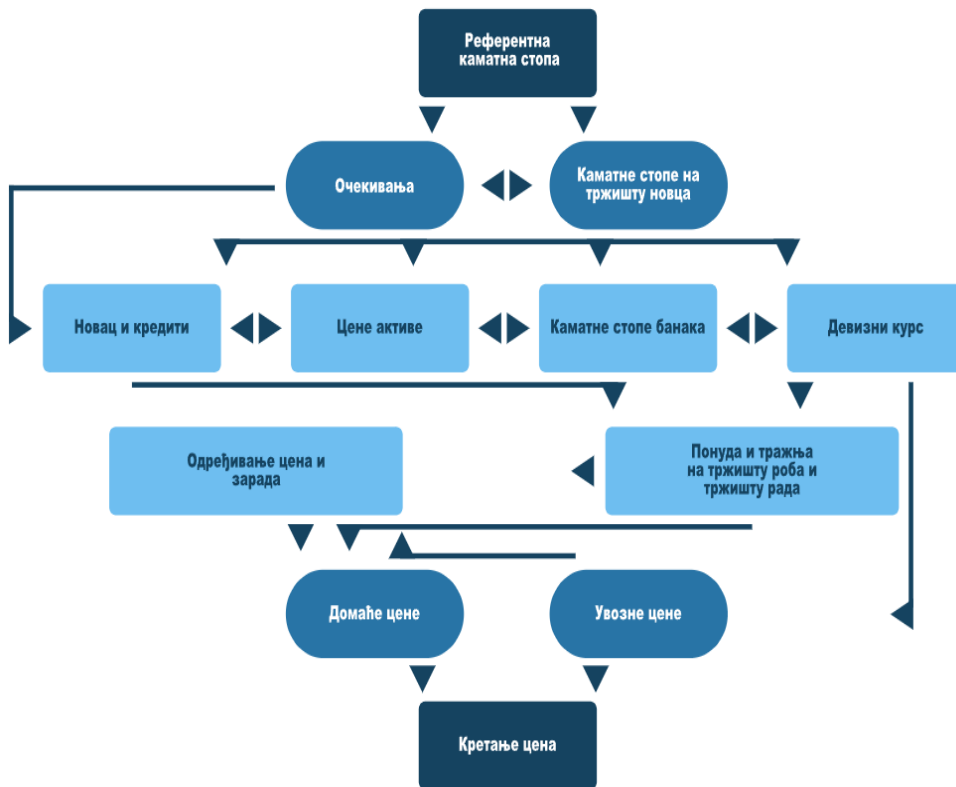
РЕПО операције су трансакције у којима су купац и продавац (централна и пословна банка) сагласни да се изврши продаја хартија од вредности по утврђеној цени, уз обавезу купца да их прода продавцу на тачно утврђен дан по договореној реоткупној цени. Реч репо је скраћеница од енгл. речи – „repurchase agreement“ са значењем споразум о реоткупу. У ствари је у питању кредитна трансакција која има колатерал у виду хартија од вредности, као гаранција да ће кредит бити враћен.

Референтна каматна стопа (слика 10) – је кључна каматна стопа преко које централна банка спроводи монетарну политику. По правилу у питању је краткорочна каматна стопа. Уколико централна банка процењује да је проблем инфлација, онда ће она повећати референтну каматну стопу. Раст референтне каматне стопе ће значити да ће пословне банке део својих средстава сада уложити у хартије од вредности централне банке и на тај начин ће смањити количину новца у оптицају, што ће утицати на опадање инфлације¹¹⁹.

¹¹⁸ Комазец, С., Ристић, Ж. (1999). Монетарне и јавне финансије: менаџмент монетарне и јавне економије, Београд: Чигоја штампа.

¹¹⁹ Ибид.

Слика 10: Референтна каматна стопа



Извор: НБС, 2024.¹²⁰

Кредити централне банке пословним банкама – Кредитирање пословних банака може бити линеарно и селективно. Линеарно кредитирање подразумева да све заинтересоване банке имају приступ кредитима под истим условима.

Селективно кредитирање подразумева избор приоритетних области у које се усмеравају кредити. Најчешће приоритетне области су: пољопривреда, станоградња, мала и средња предузећа и подстицање извозне производње.

¹²⁰ Народна банка Србије (НБС). (2024б). Циљеви и функције, инструменти монетарне политике <https://www.nbs.rs/sr/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/nacin-delovanja-monetarne-politike/>

Селективно кредитирање је данас предмет критике, јер форсирањем поједних грана нарушава се слободна тржишна утакмица, као и тржишна алокација ресурса. Улогу подстицања приоритетних области од централних банака преузимају специјализоване агенције, попут агенција за осигурање и кредитирање извозних трансакција, развојни фондови, фондови за стамбену изградњу и др.

Редисконтне операције представљају врсту кредита при којим централна банка откупљује менице које су дисконтовале пословне банке. Са роком доспећа менице аутоматски се затвара ова кредитна линија¹²¹.

Такође, централне банке могу одобравати пословним банкама различите врсте кредита за одржавање ликвидности. Сврха ових кредита није повећање кредитног потенцијала банака, већ премошћавање краткорочних ликвидносних проблема са којима се могу сусрести пословне банке.

Посебан облик кредита за ликвидност представљају **ломбардни кредити**, који представљају краткорочне кредите који у залогу дају високо кредибилне ХОВ (обично централне банке праве листу ХОВ које се могу прихватити код ломбардних кредита). У одређеним случајевима централне банке могу одобрити пословним банкама коришћење кредита из издвојене обавезне резерве.

Девизне трансакције ЦБ са пословним банкама - представљају инструмент монетарне политике који има задак одржавања стабилности девизног курса. Овде ЦБ уз помоћ девизних резерви врши купопродају девиза и тако коригује курс националне валуте¹²².

Директни инструменти монетарне политике – У питању су мере које имају селективна и ригидна дејства. Ове мере су некада биле прилично распрострањене нарочито код земаља у развоју.

Данас се примењују ретко и у случају већих поремећаја. Њихова дужа примена изазива негативне ефекте у виду нарушавања конкуренције,

¹²¹ Симић, Н. (2002). Монетарне и јавне финансије, Београд: Универзитет Мегатренд.

¹²² Филиповић, С. (2019). Економија. Београд: Универзитет Сингидунум

нарушавања тржишне алокације ресурса, појаве корупције и др. Могу се јавити у форми ограничавања кредитних пласмана, ограничавања висине каматне стопе, селективног кредитирања, лимитирања откупних цена хартија од вредности, ограничавања одређене категорије кредита и др¹²³.

Централне банке спроводе монетарну политику променом вредности инструмената, а да би се ефекти промена одразили на економију, често је потребно да прође одређени временски период јер њихов утицај није директан. Из тог разлога се централне банке усредсређују на извршавање оперативних и интермедијарних (прелазних) циљева, од чијег ће избора зависити и стратегија коју ће користити за остваривање крајњег циља.

Ефикасна монетарна политика је важна за одржавање стабилности цена и раст економије. Међутим, постоје одређена ограничења у вези са овом политиком, као што су ограничења у вези са каматним стопама и новчаним агрегатима, као и проблеми са превеликом зависношћу од инфлационих пројекција. То је само неколико од различитих фактора које треба узети у обзир приликом формулисања ефикасне монетарне политике.

Постоје и други фактори који могу утицати на ефикасност монетарне политике. То укључује фискалну политику, односно политику јавних расхода и пореза, која може да утиче на економски раст и цене. Такође постоје и спољни фактори, као што су кретања на међународним тржиштима новца и роба, која могу утицати на ефикасност монетарне политике.

Поред тога, постоји и дебата о томе која је монетарна политика најефикаснија у одређеним околностима. Неки сматрају да је инфлациона пројекција најбољи приступ, док други верују да је политика квантитативног ублажавања или политика каматних стопа боља опција. Још увек нема јединственог одговора на ово питање и даље се истражују различити приступи.

¹²³ Живковић, А., Крстић, Б., Бојовић, П. (2008). Монетарна економија и банкарство. Београд: Завод за уџбенике и наставна средства.

Важно је напоменути да ефикасна монетарна политика не гарантује успех у свим ситуацијама. Постоје различити фактори који утичу на економски раст и стабилност цена, и монетарна политика може само да делује као помоћно средство. Међутим, уколико се користи ефикасно, монетарна политика може да помогне у одржавању стабилности цена и подршци расту економије.

ПИТАЊА ЗА ПРОВЕРУ ЗНАЊА:**VI Монетарна политика**

1. Шта је монетарна политика?
2. Ко спроводи монетарну политику?
3. Који су циљеви монетарне политике?
4. Који су циљеви фискалне политике?
5. Који су задаци монетарне политике?
6. Шта су монетарни инструменти?
7. Који су најважнији монетарни инструменти?
8. ШТ су обавезне резерве?
9. Шта су операције на отвореном тржишту?
10. Шта је референтна каматна стопа?

VII

ЦЕНТРАЛНА БАНКА

VII ЦЕНТРАЛНА БАНКА

Централна банка је банка свих банака која спроводи монетарну политику кроз монетарне инструменте у остваривању постављених циљева пуне запослености, привредног раста и развоја и стабилности цена. Стога су циљеви које спроводи Централна банка у ствари циљеви економске политике а истовремено и циљеви монетарне политике. Централна Банка кроз монетарну политику управљања инструментима монетарног регулисања који треба да обезбеде задовољавајући ниво новчане масе у складу са постављеним циљевима економске политике. Зато је важно да правовремено спровођење монетарне политике врши Централна банка. Централна банка, као централна монетарна институција, користи више инструмената монетарног регулисања, као што су: операције на девизном тржишту, операције на отвореном тржишту, стопа обавезних резерви, есконтна стопа.

1. Појам централне банке

Централна банка је банка која заузима централни положај у банкарском систему одређене земље, у смислу да ова делује као банка других банака и као банкар државе, чија је основна улога да емитује новац.

Централни положај у банкарском систему сваке земље заузима централна банка као специфична банкарска институција. То место и тај ниво у хијерархији унутар банкарског система, централна банка заузима захваљујући, пре свега, држави или прописима државе која омогућава тај ниво и такав статус.

Постоје теоретичари који сматрају да су пословне банке којима је потребна централна банка, наводећи као разлоге, настајање екстерналија.

Екстерналије (енг. *ekternalities*) или спољни ефекат настају када трансакције које се обављају између група појединаца или компаније остављају одређене последице на економско здравље друге групе појединаца или компаније које уопште нису учествовале у тим трансакцијама.

Пословне банке су такође подложне разним утицајима и често могу да нанесу штету другима као и да буду оштећене, не, да се то не дешавало или да би се свело на најмању могућу меру, обједињене су у оквиру јединственог банкарског система на чијем челу је централна банка која има своје функције помоћу којих креира правила и надзире и контролише њихово провођење.

1.1. Функције Централне банке

Како Централна банка има улогу у издавању новца, да штити финансијски систем државе као примарни банкар државе, чиме тиме стиче све бенефите и монополски положај. Централна банка има у монетарном, кредитном и банкарском систему привилегован, монополисан статус, који се првенствено односи на издавање и емисију новца.

Основне функције централне банке су¹²⁴:

- Емисиона функција;
- Функција спровођења монетарне политике;
- Функција банкара државе;
- Функција "банке банака";
- Надзорна функција;
- Функција управљања девизним резервама, спољним дугом и девизним курсом:

Емисиона функција централне банке подразумева емисију новца (папирног и кованог). Приступ емисији новца значи да на основу монетарне политике треба одредити објективну меру ликвидности банкарских и пословних субјеката у одвијању финансијских трансакција. Примарном емисијом, банке помоћу одговарајућег инструментаријума монетарног регулисања, брже долазе до неопходног новца за тзв. секундарну емисију. Са друге стране, новац у савременим условима има улогу потраживања небанкарских субјеката од банкарског система, тако да улогу у том механизму имају како централна банка посредством примарне емисије, тако и пословне банке обављајући секундарну емисију.

Ипак, централна банка у томе има одлучујућу улогу обзиром да емитује примарни новац који служи као основа за секундарну емисију пословних банака.

Три основна канала преко којих централна банка може емитовати новац¹²⁵:

1. кредити ЦБ пословним банкама;
2. кредити ЦБ држави и
3. девизне трансакције.

¹²⁴ Ибид.

¹²⁵ Ибид.

Функција спровођења монетрне политике подразумева надлежност ЦБ за вођење монетарне политике, у чијој основи је квантифицирање и динамизирање понуде новца. Са друге стране, монетарна политика је: "политика коју води централна банка, с намером да утиче на монетарне и реалне агрегате, каматне стопе и девизни курс, а све у циљу постизања крајњих циљева макроекономске политике (стабилност цена, економски раст, пуна запосленост и уравнотежен платни биланс), при чему се акценат ставља на стабилност цена"¹²⁶.

Дејство ЦБ у спровођењу монетарне политике подразумева управљање тзв. Инструментима монетарне политике (средства и методе које примењује централна банка са циљем одржавања адекватног нивоа, масе и структуре новца и кредита).

Функција банкара државе, се односи на услуге које ЦБ пружа држави, чиме она делује као банкар државе. Дакле, функција банкара државе обухвата следеће услуге које централна банка пружа држави: депоновање средстава која припадају држави и позајмљивање новчаних средстава држави; служи као фискални посредник (агент) и јемац државе; пружа извршној власти стручна мишљања о монетарним и финансијским пословима; врши плаћања са рачуна који држава код ње поседује, на основу налога саме државе и сл.

Централна банка делује и као "Банка свих банака". У већини земаља коначни дневни трансфер готовине унутар банкарског система и између банака и централне власти одвија се кроз бројне рачуне који се држе у централној банци.

Централна банка са друге стране врши клиринг чекова за банке. Централна банка као "банка банака" води евиденцију о стању на рачунима комерцијалних банака и осталих учесника на тржишту.

Надзорна функција ЦБ подразумева обезбеђивање услова да пословне банке и друге финансијске институције воде своје пословање на здравој и разумној основи, и у складу са важећим законима и правилима. Дакле, акценат се ставља на то да ЦБ иде на очување стабилности појединачних банака, обзиром да су оне најзначајнији

¹²⁶ Ибид.

финансијски посредници, тако да све негативности у њиховом пословању имају утицаја на најширу јавност.

Функција гаранта ликвидности банкарског система: Ради се о обезбеђивању ликвидности макроекономског система у условима растуће привреде, што се реализује снабдевањем пословних банака потребним квантумима новца и кредита. Тиме ЦБ спречавају масовно банкрутство банака, због чега се и јављају као “зајмодавци у крајњој инстанци” (“последње уточиште”). Главна улога централне банке на девизном тржишту је да утиче на своје валуте у циљу довођења девизног курса на ниво на који је проценила да треба да буде.

Операције на девизном тржишту се свде на обезбеђивање одговарајућег кретања девизних курсева како би сачувале стабилност властите валуте. Са друге стране, структуру девизних резерви чине: монетарно злато, ХОВ које гласе на иностране валуте, потраживања централне банке на рачунима у иностранству и др.

Централне банке су потребне друштву и као истински чувари финансијског система сваке земље, како би надзирале и регулисале процес размене плаћања између појединаца, предузећа и депозитних установа и др.

Друштву је потребна и централна банка која ће обезбедити свакодневно беспрекорно функционисање финансијског система и решавати постојеће проблеме.

Централна банка уређује и унапређује платни промет у земљи, контролише обављање платног промета у банкама, води систем консолидованог рачуна трезора за националну валуту и девизна средства, као и друге рачуне утврђене законом и обавља друге послове платног промета у земљи. Централна банка снабдева банке и друге финансијске организације новчаницама и кованим новцем а трошкове набавке новчаница и кованог новца, носе саме банке.

Ове и друге трансакције, у којима се централна банка јавља као покровитељ и поверилац, она обезбеђује из депозита новчаних средстава којима располаже, односно депозита свих пословних банака банкарског система, које прихвата и држи као обавезне резерве тих

банака. У зависности од основице и висине стопе захватања, те резерве се мењају, повећавају и смањују, све у склопу тренутне политике централне банке. На пример, уколико централна банка сматра да пословне банке треба да смање кредитну активност у одређеном року, једна од мера да ту своју жељу испуни је и регулисање нивоа обавезних резерви. У том случају централна банка повећава ниво обавезних резерви повећањем стопе обавезне резерве повећањем стопе обавезне резерве или променом основице обавезних резерви. На тај начин, централна банка пословним банкама умањује ниво њихових расположивих средстава, време и ниво, будућих пласмана тих банака.

Народна банка Србије (Слика 11) обавезну резерву користи као помоћни инструмент, тј. онда када су исцрпљени ефекти осталих тржишних мера монетарног регулисања. Одлуку о висини стопа, као и основици за обрачун обавезне резерве, доноси Извршни одбор Народне банке Србије.

Слика 11: Актуелне стопе обавезне резерве

	До две године	Преко две године
У динарима	7%	2%
У девизама	23%	16%
У девизама – на динарске обавезе индексираних девизном клаузулом	100%	100%

Извор: НБС, 2024.¹²⁷

¹²⁷ Народна банка Србије (НБС). (2024в). Обавезна резерва. https://nbs.rs/sr_RS/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/instrumenti-monetarne-politike/obavezna-rezerva/

1.2. Централна банка – Валутни одбор (CURRENCY BOARD)

Валутни одбор представља једну од низа варијанти монетарне политике која је у последње време изазвала велику пажњу, како у пракси, тако и у интелектуалним круговима. „Каренси боард“ (енгл. currency board) или валутни одбор је монетарна институција која издаје новчанице и ковани новац. Тај новац је потпуно подржан (покривен) иностраном резервном валутом и формиран је савршеним конвертибилним курсом према девизном курсу и према резервном курсу.

Режим фиксног девизног курса је трајан у односу на резервну валуту. Ако је монетарним властима дозвољено да га мењају морају следити унапред дефинисана правила. Ортодоксни валутни одбор одржава фиксни девизни курс у односу на резервну валуту¹²⁸.

Валутни одбор држи девизне резерве једнаке најмање 100 процентног износа новчаница и кованица у оптицају. Његова актива може да буде злато, страна валута, или вредни папири издати у иностранство и деноминирани у страниој валути.

Конвертибилност представља право да домаћа валута у сваком тренутку може да се промени за страну валуту, и обрнута, по важном текућем курсу ради извршења једнократних или текућих трансакција, као и да се средства могу да се држе у било којој страниој валути. Без конвертибилне валуте економски трансактори не могу лако да користе новац, односно, лако ступају у процес промене, што је један од предуслова ефикасне тржишне економије.

Извори средстава могу бити Властити и туђи. Властити извори се састоје из капитала и хартија од вредности, док се туђи извори средстава састоје из депозита и кредита¹²⁹.

¹²⁸ Митровић Ђ., Пешаљ Б., (2015), Принципи Економије, Нови Сад: Data status.

¹²⁹ Вукадиновић, П., Јовић, З. (2012). Инвестиције. Београд: Универзитет Сингидунум.

1.3. Организација и управљање Централних банака

На челу сваке банке је скупштина акционара, а затим, управни и надзорни одбор, те одбор за праћење пословања банака (одбор за ревизију), кредитни одбор, одбор за управљање активом и пасивом банке, унутрашња контрола, кредитни одбор и јединица за усклађивање пословања.

Скупштина сваке банке усваја пословну политику и стратегију банке, доноси статут банке, усваја годишњи рачун банке и улагањима капитала у другу банку, именује и разрешава председника и чланове управног одбора банке, одређује чланове управног одбора банке, одлучује о статусним променама и о престанку рада банке, одлучује о стицању стечајне, односно ликвидационе масе банке у стечају, односно ликвидацији, именује и разрешава спољног ревизора, доноси службеника о свом раду и одлучује о другим питањима, у складу са законом и статутом банке.

Редовно заседање банке а ванредно заседање скупштине банке може се сазвати на захтев: Управног одбора, акционара банке са најмање 10% акција с правом гласа и ликвидационог управника банке, у поступку добровољне ликвидације банке.

Органи у банци који управљају сваком банком су управни и извршни одбор банке чија је основна дужност да предузимају мере ради спречавања незаконитих или непримерених радњи и утицаја, који су штетни или нису у најбољем интересу банака и њених акционара и које врше лица која имају знатно учешће у банци (слика 12).

Слика 12: Одлуке извршног одбора НБС



Извор: НБС, 2024¹³⁰.

Управни одбор банке чини најмање пет чланова, укључујући и председника и где најмање једна трећина чланова управног одбора банке мора да буде независна од банке. Чланови управног одбора банке морају да имају добру пословну репутацију и одговарајуће искуство из области финансија. Управни одбор банке одговоран је да пословање банке буде у складу са прописима и другим процедурама које утврде органи банке.

Управни одбор банке одговоран је за успостављање јединственог система управљања ризицима у банкама и за надзор над тим системом, као што је дужан и да обезбеди да извршни одбор банке и идентификује ризике којима је банка изложена, као и да контролу тих ризика обавља у складу са одобреним политикама и процедурама.

¹³⁰ Народна Банка Србије (НБС). (2024г). Процес одлучивања о монетарној политици. https://www.nbs.rs/sr_RS/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/proces-odlucivanja/

Извршни одбор банке треба да чине најмање два члана, укључујући и председника који заступа. Чланови извршног одбора банке су у радном односу у банци на неодређено време с пуним радним временом и добром репутацијом и одговарајућом квалификацијом коју прописује централна банка.

Извршни одбор банке организује пословање банке и врши дневни надзор над активношћу запослених у банци као што и¹³¹:

- извршава одлуке скупштине банке и управног одбора банке, обезбеђује законитост рада банке,
- одлучује о пласманима и задуживању банке до износа који утврђује управни одбор банке, о сваком повећању изложености банке,
- идентификује и мери ризике којима је банка изложена у свом пословању;
- примењује принципе управљања ризицима које одобрава управни одбор банке,
- утврђује организациону структуру банке која одговара стратегији банке примењује процедуру надзора над активностима банке, редовно оцењује њихов квалитет,
- обезбеђује да сви запослени буду упознати с прописима и другим актима банке којима се уређују њихове радне обавезе те сигурности и
- редно праћење система информационе технологије банке.

Одбор за праћење пословања банке чини најмање три члана, од којих су најмање два чланови управног одбора банке, који имају одговарајуће искуство из области финансија и најмање један члан одбора за праћење пословања банке, који мора да буде лице независно од банке. Одбор за праћење пословања банке дужан је да: анализира годишње извештаје и друге финансијске извештаје банке, анализира и усваја предлоге

¹³¹ Народна Банка Србије (НБС). (2024д). Положај, овлашћења и организација Народне Банке Србије. https://www.nbs.rs/sr/o_nbs/polozaj/

политике и процедуре за управљање ризицима и спровођење система унутрашњих контрола, једном месечном извештавању управни одбор о својим активностима и утврђеним неправилностима, као и да предложи начин на који ће се отклонити те неправилности.

Кредитни одбор одлучује о кредитним захтевима у оквирима утврђеним актима банке и обавља друге послове утврђене актима банке. Одбор за управљање активом и пасивом прати изложеност банке ризицима који произилазе из структуре њених билансних обавеза и потраживања и ванбилансних ставки, предложи мере за управљање каматним ризиком ликвидности, а обавља и друге послове утврђене актима банке.

1.4. Финансијски и инвестициони потенцијал банака

Етимолошки посматрано, реч потенцијал (лат. *potentialis*) представља, неку снагу, моћ или извор неких природних или вештачких, научних образовних или организационих производних снага. У складу с тим, финансијски потенцијал (енгл. *financial power*) требало би да представља финансијску моћ или финансијску снагу одређених субјеката, физичких или правних лица¹³².

Финансијски потенцијал банака (слика 13) се може дефинисати као волумен финансијских средстава прикупљених за финансирање свог пословања или се може рећи да су то извори финансијских средстава банака или десна, пасивна страна биланса стања банака.

Извори финансијских средстава, могу бити¹³³:

1. властити,
2. туђи извори финансијских средстава.

¹³² Београдска академија пословних и уметничких струковних студија. (2024). Финансијски потенцијал. <https://www.bpa.edu.rs/FileDownload?filename=a072af1e-8ff5-4a6b-b135-e8214bb1748d.pdf&originalName=FP-FP-banke-TM.pdf>

¹³³ Раденковић, Д. (2024). Извори финансирања предузећа. <https://www.bpa.edu.rs/FileDownload?filename=19bf3e18-36ea-4716-9673-19c0f5459148.pdf&originalName=FM-predavanje12-DR.pdf>

1. Властите изворе финансијских средстава код банака (као и код осталих правних лица) представљају:
 - капитал са резервама,
 - емитовање хартије од вредности.
2. Туђи извори финансијских средстава у банкама препознају се као:
 - депозити становништва и правних лица и
 - кредити и кедитирање линије других кредитора.

Слика 13: Финансијски потенцијал банака

ФИНАНСИЈСКИ ПОТЕНЦИЈАЛ	
↓	
АКТИВА	ПАСИВА – ИЗВОРИ СРЕДСТАВА
	1. ВЛАСТИТИ ИЗВОРИ
	– КАПИТАЛ
	– ХОВ
	2. ТУЋИ ИЗВОРИ
	- ДЕПОЗИТИ
	- КРЕДИТИ

Извор: Институт за право и финансије, 2012.¹³⁴

Инвестициони потенцијал банака је део финансијског потенцијала банке, а заједно са кредитним потенцијалом и укупним резервама банке, чини његове основне елементе.

¹³⁴ Институт за право и финансије. (2012). Независност Централне банке. <https://ipf.rs/независност-централне-банке/>, <https://ipf.rs>

Другачије речено, ако је финансијски потенцијал (Фп) банака волумен укупних финансијских средстава прикупљених за финансирање пословања банака и ако је кредитни потенцијал (Кп) разлика између финансијског потенцијала и укупних резерви банке (Ор + Рл) издвојених на рачун централне банке, онда је инвестициони потенцијал (Ип) банака резултат између финансијског и кредитног потенцијала као и укупних резерви банака, тј. ако је – пример:

$$\text{Фп} = \text{Кп} + (\text{Ор} + \text{Рл}) \text{ и ако је: } \text{Кп} = \text{Фп} - (\text{Ор} + \text{Рл}), (1^*)$$

- следи да је:

$$\text{Фп} = \text{Ип} + \text{Кп} + (\text{Ор} + \text{Рл}), \text{ односно } \text{Ип} = \text{Фп} - \text{Кп} - (\text{Ор} + \text{Рл}).$$

Инвестициони потенцијал представља само један расположиви део финансијског потенцијала, односно један део пасивне банке коју чине капитал, депозити и остали извори финансијских средстава. Тај део извора у укупној структури, намењен је за инвестиционе тржиште тј. за куповину ликвидних хартија од вредности за банку и обично је мањи од извора намењених за кредитни потенцијал банака.

1.5. Степен независности Централне банке и Монетарни суверенитет

Концепт независности централних банака релативно је нов у економској теорији и пракси. Пре двадесет година већина централних банака у свету функционисале су као службе министарства финансија.

У прошлости се од већине централних банака очекивало – сходно закону, обичају, или једном и другом – да користе своје инструменте ради остварења мноштва циљева, као што су високе стопе раста и запослености, обезбеђивање средстава за државне расходе и решавање проблема платног биланса. Такође се очекивало да одрже финансијску стабилност и стабилност цена, али циљ стабилности цене био је један од циљева у оснивачком акту банке и није имао никакав посебан статус.

Независност централне банке подразумева постојање високог степена слободе одлучивања централне банке при вођењу монетарне

политике. Повећање независности централне банке намењено је, пре свега њеној заштити од краткорочних и често кратковидних политичких притисака, повезаних са изборним циклусом.

Већина економских школа, полазећи од монетариста да је инфлација увек искључиво монетарни феномен, потврђује улогу монетарне политике у креирању и сузбијању инфлације.

Како би централна банка постигла свој циљ (сузбијање инфлације), потребно је да буде што мање повезано с владом, јер „њима често управљају политички пословни циклуси који покушавају мерама економске и монетарне политике подстакнути коњукуру (раст) непосредно пре избора, како би политичари били поново изабрани.“

Монетарни суверенитет и централна банка имају одређене циљеве како би превазишла решавање проблема финансијске потрошње¹³⁵:

2. Законом о Народној банци Србије изричито је забрањено финансирање државног дефицита путем емисије новца односно откупа државних обвезница;
3. Надзорном улогом ММФ према тзв. Аранжманом о предострожности;
4. Одсуством монетарног суверенитета Народне банке Србије, односно ограничења емисије новца који се сада врти само и у складу са повећањем резерви банака односно девизних трансакција.

1.6. Народна банка Србије (НБС)

Народна банка Србије¹³⁶ је Централна банка Републике Србије. Основана је 2. јула 1884. године под именом Привилегована народна банка Краљевине Србије.

Основне функције Народне банке Србије су да утврђује и спроводи монетарну политику, води политику курса динара, чува девизне

¹³⁵ Више о томе на <https://www.makroekonomija.org/>

¹³⁶ Више о томе на https://www.nbs.rs/sr_RS/indeks/

резерве и управља њима, издаје новчанице и ковани новац и стара се о функционисању платног промета и финансијског система.

Основни циљ Народне банке Србије је постизање ценовне стабилности. Поред тога, она за циљ има и очување финансијске стабилности. Законом о допуни Закона о Народној банци Србије („Службени гласник РС“, бр. 55/2004)¹³⁷ Народној банци су проширене надлежности надзора над обављањем делатности осигурања (давање дозволе за обављање послова осигурања, реосигурања, посредовања).

У време када је српска држава ослобођена од Турака, започела је обнову и оснивање државних и културних институција. Потреба за оснивањем централне банке постојала је све очигледнија.

У „Србским новинама“ у чланку „Данашња новчана криза“, објављеном 1854. године, налази се први писани помен о неопходности оснивања једне такве институције. Ипак, од прве иницијативе о томе до њене реализације протекле су три деценије. Тек 1884. године, заживела је таква институција под именом Привилегована народна банка Краљевине Србије.

Банка је организована по угледу на Белгијску народну банку која је у то време важила за образац савременог организовања институција. Формирани су због акционара, Главни одбор, Управни одбор, Надзорни одбор и Есконтни одбор и установљене функције гувернера (први гувернер је био Алекса Спасић, до тада министар без портфеља) и вицегувернера.

У прво време, Народна банка Краљевине Србије била је смештена у самом центру града, у улици Кнеза Михаила, а после у репрезентативном наменском подигнутом здању у улици Краља Петра у коме је и данас.

Пројекат је изградио афирмисани бечки архитекта Константин Јовановић, син Анастаса Јовановића, првог српског литографа и двоуправитеља кнеза Михаила Обреновића. За то своје дело, стилу

¹³⁷ Више о томе на <https://pravno-informacioni-sistem.rs/eli/rep/sgrs/skupstina/zakon/2003/72/2/reg>

неоренесансног академизма, које би могло, како је записао Феликс Каниц „да краси сваки велики град“, одликован је 1890. године, када је зграда и усељена.

Након првог светског рата и уједињења дела Јужних Словена, Привилегована народна банка Краљевине Србије прерасла је, по закону од 26. јануара 1920. године, у Народну банку Краљевине Срба, Хрвата и Словенаца и под тим именом преузела послове на целој територији Краљевине.

Иако основана као привилегована приватна акционарска установа, пословање Банке се одвијало под сталном контролом државе. До 1920. године, када је њена територијална надлежност проширена, законодавац је Банку сматрао само као кредитну установу, а од 1931. године, поверена јој је као прва функција – монетарна политика, а као друга – кредитна политика.

Први и најважнији задатак Банке, која у складу са променом имена државе од 1929. године, под називом Народна банка Краљевине Југославије, је старање о новцу и одржавање његове стабилности.

За време Другог светског рата (од априла 1941. до октобра 1944.) обављала је послове из свог представништва у Лондону. У септембру 1946. године Банка је национализована и од тада је обављала своје функције под именом Народна банка Југославије.

Законом за спровођење Уставне повеље државне заједнице Србије и Црне Горе, који је ступио на снагу 4. фебруара 2003. године, Народна банка Југославије наставља и даље да ради као орган државе Србије. Законом о Народној банци Србије, које је ступио на снагу 19. јула 2003, утврђени су положај, организација, овлашћења и функције Народне банке Србије.

Гувернер Народне банке Србије руководи Народном банком Србије, организује њено пословање на основу Устава Србије, Закона о Народној банци Србије и другог закона и одговоран је за њен рад. Гувернер представља и заступа Народну банку Србије.

Народну банку Србије, по овлашћењу гувернера, представљају и заменик гувернера и вицегувернера. Гувернер може вицегувернере и

друге раднике Народне банке или друга лица овластити да заступају Народну банку у заштити њених имовинских и других интереса.

Гувернер одлучује о посетама руководећих радника и других радника Народне банке Србије иностраним централним банкама, међународним финансијским организацијама и другим институцијама у иностранству.

Заменик гувернера замењује гувернера у случају његове одсутности или спречености, са истим правима, обавезама и одговорностима. Заменик гувернера, по овлашћењу гувернера, може да обавља одређене послове из надлежности гувернера и у време када је гувернер присутан.

Вицегувернери обављају послове које им повери гувернер, а односе се на координацију рада у основним организационим јединицама Народне банке – у областима послова монетарног система и политике, девизних послова и односа са иностранством, послова контроле, послова унутрашње контроле и ревизије, рачуноводствено-финансијских послова и послова трезора, старају се извршењу послова у тим областима и обављају друге послове. За законито, стручно и благовремено обављање послова из свог делокруга вицегувернера су одговорни гувернеру.

1.7. Развој монетарне политике Европске Уније

Европска монетарна унија (Слика 14) је резултат жеље развијених земаља Европе, пре свега Немачке и Француске, да се створи јединствено европско тржиште на којем ће радна снага, капитал, добра и услуге моћи слободно да се крећу.

Циљ је био да се искористи обим економије и развије највеће и најбогатије рационално тржиште на свету¹³⁸, које би привредним субјектима омогућило несметани развој и даље ширење на глобално тржиште¹³⁹.

¹³⁸ Вукотић, В. (2019). Дуг и (не) развој. Београд: ИДН. http://iriss.idn.org.rs/1046/1/Dug_i_ne_razvoj.pdf

¹³⁹ Filipović, S. (2015). Pozicioniranje privrede u globalnom ekonomskom

Потрошачи и домаћинства би такође требало да остваре низ користи од смањених трошкова, нижих цена, могућности живота и рада на читавом европском тржишту, већег избора добара и услуга и пословних могућности.

Слика 14: Европска монетарна унија



Извор: <https://geotesla.wordpress.com/2020/05/31/evropska-unija-i-odnos-srbije-i-eu/>

Европска монетарна унија представља до сада највиши ступањ економске интеграције на европском простору, основана 1979. године, активирана почетком 1999. године, са јединственом валутом, централном банком и јединственом монетарном политиком, експеримент је без преседана у свету.

Од резултата превазилажења текуће економске кризе умногоме зависи да ли ће се Европска монетарна унија у будућности ширити и како ће се уопште гледати на економске интеграције.

Стварање монетарне уније захтевало је задовољавање следећих услова:¹⁴⁰

- Успостављање и гарантовање конвертибилности европских монета,
- Обезбеђење потпуне слободе кретања капитала и потпуне интеграције банкарског и финансијског тржишта,
- Потпуно стабилизовање монета.

Достигнућа Европске монетарне уније огледају се, кроз функционалну тржишну економију, ниску стопу инфлације, ниске каматне стопе, креирање бољег пословног амбијента, очување макроекономске и финансијске стабилности и интегрисано, конкурентно тржиште, које снижава цену роба и услуга¹⁴¹.

Примарни циљ монетарне политике Европске централне банке (ЕЦБ) је одржавање стабилности цена у Евро зони. Стабилност нивоа цена дефинисана је као раст индекса цена на мало до 2% годишње у средњем року. Наглашено је да дефлација цена тј. снижавање нивоа цена, не би била у складу са прокламованом политиком одржавање стабилног нивоа цена. Имплицинтно је регулисано и питање девизног курса.

Монетарна политика Евро зоне прихвата да је курс евра¹⁴², нарочито према америчком долару, један од индикатора монетарне политике и фактор потенцијалног кретања цена у евро зони.

Монетарне власти не могу истовремено да прокламују два основна циља монетарне политике: стабилност цена и стабилност девизног курса. Прихваћен је режим пливајућег (тржишно формираног) девизног курса¹⁴³.

¹⁴⁰ Зиројевић, М., Јелисавац, С. (2002). Европска монетарна унија и евро, Београд: Институт за међународну политику и привреду.

¹⁴¹ Пјанић, З. (1989). Економска енциклопедија. Београд.

¹⁴² Евро је званична валута Европске уније.

¹⁴³ Хаџић, М., Барјактаровић, Л. (2015). Монетарна економија, Београд: Универзитет Сингидунум.

Инструменти монетарне политике Европске Централне Банке су¹⁴⁴:

- Недељне трансакције рефинансирања – главни инструмент монетарне политике Европске Централне Банке;
- Месечне трансакције рефинансирања комерцијалних банака, са роковима од месец дана, два месеца и три месеца – секундарни инструмент монетарне политике;
- Стопе обавезних резерви.

1.8. Историјат Европског монетарног система

Стварање монетарне и економске уније представља историјски дуг процес изградње институција, легалног оквира и политика, који претпоставља реализацију многих важних подухвата као што су¹⁴⁵:

- Централизација монетарне политике и удруживање девизних курсева,
- Изједначавање стопе инфлације,
- Хармонизација фискалних система,
- Интеграција капиталних тржишта,
- Јединствен наступ на међународним финансијским тржиштима,
- Успостављање фиксног девизног курса међу валутама земаља чланица,
- Конвертибилност валута земаља која учествује у унији итд.

Европска економска заједница коју су сачињавале блиске суседне земље, раније чланице царинске уније: Земље Бенелукса (Белгија, Холандија и Луксембург), Француска, Италија и Немачка, је основана

¹⁴⁴Народна банка Србије. (2023б). Циљеви и функције, инструменти монетарне политике. <https://nbs.rs/sr/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/instrumenti-monetarne-politike/>

¹⁴⁵ Хаџић, М., Барјактаровић, Л. (2015). Монетарна економија, Београд: Универзитет Сингидунум.

Римским уговором закљученим 25. марта 1957. године, који је ступио на снагу 1. јануара 1958. године. Намера је била да се убрза развој земаља чланица и створи јединствено европско тржиште (SEM) на којем ће радна снага, капитал, добра и услуге моћи слободно да се крећу¹⁴⁶.

Године 1992. потписан је Уговор о Европској унији у Мастрихту, који је ступио на снагу крајем 1993. године, а који садржи¹⁴⁷:

- Промену имена Европску Унију (ЕУ);
- Три нове надлежности ЕУ (спољна политика, безбедносна политика и судство);
- Увођење држављанства ЕУ;
- Сналажење улоге Парламента;
- Повећање броја питања о којима се гласа $\frac{3}{4}$ већином;
- Успостављање одбрамбене политике ЕУ;
- Стварање кохезионог Фонда;
- Увођење устава ЕУ и супсидијарности аката, као уставног принципа.

Органи управљања су¹⁴⁸:

1. Европски парламент са седиштем у Стразбуру – представља народе државе чланица и његови посланици се непосредно бирају;
2. Европска комисија – представља највиши орган ЕУ;
3. Европски савет – чине га шефови држава и влада земаља

¹⁴⁶ European Economic Community (EEC) (2024). Britannica, Matthew J. Gabel. <https://www.britannica.com/>.

¹⁴⁷ Више о томе на https://european-union.europa.eu/principles-countries-history/principles-and-values/aims-and-values_hr

¹⁴⁸ European Union. (2024a). Vrste institucija i tijela. https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/types-institutions-and-bodies_hr

чланице ЕУ, као и председник Европске комисије. Минимално два пута годишње одржава састанке, а закључци се користе као смернице у раду органа и институције ЕУ;

4. Савет министара – најважније тело ЕУ, које обједињује законодавне и извршне функције, а надлежна је за доношење прописа и усаглашавања политика земаља чланица
5. Суд правде
6. Финансијски суд.

Европска монетарна унија је највиши вид економске интеграције, подручје са јединственом валутом, јединственом централном банком и монетарном политиком а развијана је поступно у дужем временском периоду. Римским уговором је предвиђено формирање заједничког тржишта, прогресивно укидање препрека трговине, као и слободна циркулација робе, услуга, радне снаге и капитала¹⁴⁹.

Уговором из Мастрихата су предвиђене три фазе (слика 15) за реализацију пројекта Европске монетарне уније (ЕМУ):^{150, 151}

Прва фаза стварања ЕМУ је трајала од 1990. до 1994. године, коју карактерише напредовање на стварању јединственог робног и финансијског тржишта, конвергенције економских перформанси међу земљама чланица, путем координације монетарних и фискалних политика. Ови процеси су се спроводили у оквиру постојећих институција, тако да није била креирана јединствена монетарна институција.

Друга фаза транзиције је трајала од 1994. до 1998. године. Формирање Европског монетарног института, са седиштем у Франкфурту је основни резултат ове фазе. ЕМУ је заменио комитет гувернера Централних банака Европске Заједнице (ЕЗ) и имао је саветодавну

¹⁴⁹ European Union. (2024b). What is the Economic and Monetary Union? (EMU). <https://economy-finance.ec.europa.eu/>

¹⁵⁰ Више о томе на <https://www.ecb.europa.eu>

¹⁵¹ Голубовић, С. (2007). Европска монетарна унија, институционални аспекти, Ниш: Универзитет у Нишу.

улогу, с обзиром на то да су дефинитивне одлуке у погледу монетарних политика земаља чланица и даље биле у надлежности националних централних банака.

Трећа фаза стварања ЕМУ започета је у јануару 1999. године. Одлука о листи земаља које су испуниле услове за чланство у ЕМУ, тзв. услове конвергенције донета је маја 1998. године, при чему је 14 земаља испунило услове, од којих 3 нису желеле да се прикључе монетарној унији. У моменту формирања ЕМУ у њен састав ушло је 11 земаља: Немачка, Француска, Италија, Холандија, Белгија, Луксембург, Ирска, Аустрија, Шпанија, Португал и Финска.

Слика 15: Фазе Економске монетарне уније



Извор: Европска Централна банка, 2024.¹⁵²

¹⁵² European Central Bank (ECB) (2024b). The European Central Bank (1998 – present).

1.9. Финансијске институције Европске уније

Европска инвестициона банка је такође основана Римским споразумом, и има задатак у одобравању кредита, под тржишним условима, првенствено земљама чланицама (до износа од око 10% укупног кредитног потенцијала) и придруженим земљама. ЕУ фондови се деле на¹⁵³:

- **Структурне:** Европски фонд за регионални развој, Европски социјални фонд, Европски фонд за гаранције и управљање у пољпривреди, Европски фонд за управљање у рибарству
- **Кохезионе:** CARSE, ISPA, PHARE, SAPARD. Сви кохезиони фондови су 2007. године обједињени у један фонд IPA фонд.

Европска банка за обнову и развој основана је 1991. године са седиштем у Лондону, а њен циљ је јачање процеса транзиције у тржишну привреду и промоција приватне и предузетничке иницијативе у земљама централне и источне Европе, као и укључивање у међународну привреду земаља у транзицији¹⁵⁴.

1.10. Платни систем Европске монетарне Уније

Платни систем представља скуп система за трансфер новчаних средстава који олакшавају циркулацију новца између различитих економских субјеката (актера, стејкхолдера) евро зоне. Да би платни систем на задовољавајући начин обављао своју улогу, потребно је да се новчана средства што краће задржавају у каналима платног промета. Поред тога, платни систем треба да буде поуздан, што првенствено значи безбедно извршавање трансакција и постојање континуитета расположивости према корисницима. Ниски трошкови, односно

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/history-arts-culture/archives/european/html/index.en.html>

¹⁵³ Европска монетарна унија (ЕМУ). (2024). *Економска и монетарна унија*. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history-arts-culture/history/emu/html/index.hr.html>

¹⁵⁴ European bank for reconstruction and development (EBRD). (2024). *What we do?* <https://www.ebrd.com/home>

извршавање трансакције по економским прихватљивим ценама, је такође значајна карактеристика која доприноси квалитету платног система.

ЕЦБ користи SWIFT мрежу (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) за обављање платног промета у оквиру и ван оквира Евро зоне. Поред тога, у току је тежња за увођењем нове платне шеме за електронске кредитне трансфере и директна задуживања између банака Евро зоне, као и јединствен оквир за дебитне и кредитне картице тзв. Single Payment Area и Single Payment Passport. Најважнији пројекти који се спроводе и чија се пуна примена очекује почевши од 2010. године у систему плаћања Европске уније су¹⁵⁵:

1. TARGET (Transfer European Automated Real Time Gross Settlement Express Transfer System) – електронски платни систем за велика међубанкарска плаћања у реалном времену, који се примењује за сва плаћања комерцијалних банака ЕУ, чиме се изједначавају услови на локалним новчаним тржиштима у оквиру ЕУ;
2. SEPA (Single Euro Payment Area) – систем малих плаћања тј. плаћања у малопродаји и плаћање за мала и средња предузећа (МСП). Режимом СЕПА су обухваћене све безготовинске трансакције до износа од 50.000 евра.

1.11. Европска Централна банка

Европска централна банка (ЕЦБ), са седиштем у Франкфурту је основана 1998. године. Уколико група земаља има исту валуту и има и заједничку монетарну политику реч је о монетарној унији. Основни циљ ЕЦБ је да промовише стабилност цена у Евро зони и да креира и примени монетарну политику која је у складу са тим циљем. ЕЦБ функционише уз асистенцију националних Централних банака из земаља Евро зоне.

¹⁵⁵ Европска централна банка (ЕЦБ) (2024а). Фискална и монетарна политика у монетарној унији. www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/monetary-fiscal-policies.hr.html

Мрежа коју чини ЕЦБ заједно са 28 националних Централних банака из Евро зоне назива се Европски систем Централне банке.

Кључни разлози за оснивање Европског система Централних банака су:¹⁵⁶

- Евросистем свој приступ базира на постојећим компетенцијама националних ЦБ њиховом институционалном устројству, инфраструктури и одличним оперативним капацитетима, а неке ЦБ обављају и додатне задатке;
- Географска ширина Евро зоне и дугорочно изграђени односи између националних банкарских система и ЦБ, наметнула је потребу креирања кредитних институција и приступних тачака систему ЦБ у свакој земљи чланици.

Циљеви ЕЦБ су¹⁵⁷:

- Одржавање стабилности цена на јединственом тржишту;
- Ефикасна комуникација са грађанима и медијима;
- Заједнички рад на остваривању циљева по принципу децентрализације;
- Обезбеђивање финансијске стабилности и промовисање европске финансијске интеграције итд.

Кључне функције ЕЦБ су¹⁵⁸:

- Дефинисање и спровођење монетарне политике у зони евра;
- Руковођење курса евра;
- Управљање девизним резервама држава у зони евра;

¹⁵⁶ European Central Bank (ECB) (2024b). „The European Central Bank (1998 – present)“. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history-arts-culture/archives/european/html/index.en.html>

¹⁵⁷ Ибид.

¹⁵⁸ Trichet, J.,C. (2011). La gouvernance de la zone euro, Notre Europe Seminaire en Hommage a Tommaso Padoa-Schioppa, in the session „Quel bilan pour l’Union Economique et Monetaire“, Brussels.

- Емитовање новчаница у зони евра;
- Промовисање функционисања система плаћања у Евро зони.

Независност је кључна карактеристика Европске Централне Банке (ЕЦБ) и Европског система Централних банака (ЕСЦБ), јер при вршењу задатка у вези са ЕСЦБ и ЕЦБ, ЦБ или било који члан њихових тела који доносе одлуке не може да тражи или прихвати инструкције било ког спољашњег тела, укључујући владу земаља чланица и институција ЕУ.

Евро је јединствена валута за коју се определила Европска монтарна унија (ЕМУ) коју, за сада чими 20 чланица Европске уније (ЕУ). Земље евра покривају површину од 2.82 милиона km² у Европи и имају око 348 милиона становника.

У погледу површине, то је око 1.9% светске копнене масе и 4.4% светске популације. Са новчаном масом од око 12 трилиона евра, валута је једна од ретких водећих валута у свету. Већу новчану масу имају само кинески јуан и амерички долар.¹⁵⁹

Евро (слика 16) је у оптицај ушао 1. јануара 2002. године и у наредних 6 месеци је у потпуности заменио националне валуте чланица. Одлуком о преласку на трећи степен ЕМУ, формиран је Европски систем Централних банака, са Европском Централном банком и Централним банкама земаља чланица.

¹⁵⁹ Више о томе на https://www.worlddata.info/trade-agreements/emu-economic-and-monetary-union.php#google_vignett

Слика 16: Пример евра



Извор: Европска Централна банка, 2024.¹⁶⁰

Значај евра може се разматрати са позиција великих међународних валута. Постоји седам карактеристика које се морају испунити како би се једна валута могла сматрати међународно значајном:¹⁶¹

1. Валута покрива велику трансакциону област,
2. Стабилна монетарна политика (Швајцарска, на пример, има стабилну монетарну политику, а и малу трансакциону област, тако да швајцарски франак (СФР) никад не може бити валута од међународног значаја.)
3. Недостатак државне контроле (Уколико земља због унутрашњо-политичких циљева води краткорочну монетарну политику, тиме доводи питање стабилност своје валуте и на међународном финансијском тржишту.)

¹⁶⁰ European Central bank (ECB). (2024c). Banknotes. <https://www.ecb.europa.eu/euro/banknotes/current/html/index.hr.html>

¹⁶¹ Mundell, R. (1999). The Euro: How Important? Washington: Cato Journal.

4. Потреба за јаком, централизованом државом (Сједињене Америчке Државе (САД), су јака централизована држава, док Европа није – и управо то представља потенцијалну слабост евра, али овај ризик је изузетно низак.)
5. Све велике међународне валуте у прошлости су имале златну или сребрну подлогу,
6. Непроменљивост и трајност валуте (Мора постојати вера да ће евро трајати не само 10 или 20 година него наредних 100 и више година.)
7. Ниска каматна стопа.

ПИТАЊА ЗА ПРОВЕРУ ЗНАЊА:**VII Централна банка**

1. Шта је Централна банка?
2. Који су циљеви ЦБ?
3. Које су функције ЦБ?
4. Које инструменте монетарног регулисања користи ЦБ?
5. Ко руководи ЦБ?
6. Какви могу бити извори финансијских средстава?
7. Који су задаци НБС?
8. Шта је ЕМУ?
9. Како се зове платни систем ЕМУ?
10. Коју валуту користи ЕМУ?

ЛИТЕРАТУРА

1. Београдска академија пословних и уметничких струковних студија. (2024). Финансијски потенцијал. <https://www.bpa.edu.rs/FileDownload?filename=a072af1e-8ff5-4a6b-b135-e8214bb1748d.pdf&originalName=FP-FP-banke-TM.pdf>
2. Committee on the Working of the Monetary System, (1959). Report, H.M. Stationary Office, London (Radcliffe Report). <https://archive.org/details/report0000grea/page/n3/mode/2u>
3. Димитријевић, Д. (1981). Монетарна анализа, Ниш: - Институт за документацију заштите на раду „Едвард Кардељ“.
4. Душанић, Ј. (2002). Новац, кредит и банке. Београд-Српско Сарајево: Consseco институт.
5. Душанић, Ј. (2003). Пословно банкарство, Српско Сарајево – Београд: Consecso institute.
6. Душанић, Б. Ј. (2009): Монетарне и јавне финансије, Београд: Београдска пословна школа.
7. Душанић, Ј.Б., Шпирић, Н.Ј. (2009). Монетарне и јавне финансије, Бања Лука: Економски факултет.
8. Evropska unija. (2024a). Vrste institucija i tijela. https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/types-institutions-and-bodies_hr
9. European Union. (2024b). What is the Economic and Monetary Union? (EMU). [https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-and-monetary-union/what-economic-and-monetary-union-emu_en#:~:text=The%20Economic%20and%20Monetary%20Union%20\(EMU\)%20represents%20a%20major%20step,a%20common%20currency%2C%20the%20euro](https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-and-monetary-union/what-economic-and-monetary-union-emu_en#:~:text=The%20Economic%20and%20Monetary%20Union%20(EMU)%20represents%20a%20major%20step,a%20common%20currency%2C%20the%20euro)
10. European Economic Community (EEC) (2024), Britanica, Matthew J. Gabel. Више о томе на: <https://www.britannica.com/>.
11. Европска централна банка (ЕЦБ) (2024а). Фискална и монетарна политика у монетарној унији. www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/monetary-fiscal-policies.hr.html

12. European Central Bank (ECB) (2024b). The European Central Bank (1998 – present). <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history-arts-culture/archives/european/html/index.en.html>
13. European Central Bank (ECB) (2024c). Banknotes. <https://www.ecb.europa.eu/euro/banknotes/current/html/index.hr.html>
14. Европска монетарна унија (ЕМУ). (2024). Економска и монетарна унија. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history-arts-culture/history/emu/html/index.hr.html>
15. European bank for reconstruction and development(ЕБРД). (2024). What we do? <https://www.ebrd.com/home>
16. Фабрис, Н. (2023). Филозофија новца и савремено друштво. Подгорица: Централна банка Црне Горе.
17. Filipovic, S., Ignjatovic, J. (2023a). Effects of transition on the standard of living and social inequality. Sociological review, Vol. LVII (2): 692-717. doi: 10.5937/socpreg57-42030
18. Filipović, S., Ignjatović, J. (2023b). Foreign trade commodity exchange between the countries of the former SFRJ. The Review of International Affairs, Vol. LXXIV (1187): 31- 58. DOI: <https://doi.org/10.18485/iiperia.2023.74.1187.2>
19. Filipović, S., Ignjatović, J. (2022). Ekonomski razvoj Zapadnog Balkana: šanse i ograničenja za zelenu tranziciju, Megatrend Revija, Vol.19 (3), pp. 167-182. DOI: [10.5937/MegRev2203167S](https://doi.org/10.5937/MegRev2203167S)
20. Filipovic, S., Ignjatovic, J. (2021). International relations through the prism of the new technological division of power. Međunarodni problemi, Vol. LXXIII - Br. 4: 637-666. DOI: <https://doi.org/10.2298/MEDJP2104637F>
21. Filipović, S. (2020). Efekti trgovinskog rata na Evropu. U: Izazovi održivog razvoja u Srbiji i Evropskoj uniji. Edicija Zbornici. Beograd: Institut društvenih nauka. 28-45. http://iriss.idn.org.rs/479/1/SFilipovic_Izazovi_odrzivog_razvoja.pdf
22. Филиповић, С. (2019). Економија. Београд: Универзитет Сингидунум.

23. Filipovic, S, Raspopovic, N, Toskovic, J. (2015). Corelation between reforms and foreign debt in transition countries. *Industrija*, (43), 175–191. DOI: [10.5937/industrija43-7709](https://doi.org/10.5937/industrija43-7709)
24. Filipović, S. (2015.) Pozicioniranje privrede u globalnom ekonomskom okruženju. *Ekonomski institut, Beograd*.
25. Filipović, S, Miljković, M. (2014). Transition economies during global economic crisis: a difference in differences approach. *Industrija*, (42), 23-39. DOI:[10.5937/industrija42-6944](https://doi.org/10.5937/industrija42-6944)
26. Filipović, S. (2010). Efekti globalne finansijske krize na finansijski sektor Srbije. *Industrija* 38 (3), 79-94.
27. Friedman M. (1964). *Post-War Trends in Monetary Theory and Policy*, Washington: National Banking Review.
28. Голубовић, С. (2007). Европска монетарна унија, институционални аспекти, Ниш: Универзитет у Нишу.
29. Горчић, Ј., Анђелковић, М. (2005). Јавне финансије, финансијско право и економија јавног сектора. Ниш: Проинком, Доо. Београд.
30. Gurley, J.G., Show, E.S. (1960). *Money in a Theory of Finance*, Washington, D.C.: Brookings Institution.
31. Gurley J.G., Shaw, E. (1956). Financial Intermediaries and the Savings-Investment Process, *Journal of Finance*. <https://www.researchgate.net/publication/325146800> *Financial intermediaries*
32. Хаџић, М., Барјактаровић, Л. (2015). Монетарна економија, Београд: Универзитет Сингидунум.
33. Хаџић, М. (2009). Банкарство. Београд: Универзитет сингидунум.
34. Ignjatović, J, Filipović, S. (2022). A critical review of the rise of the neoliberal concept in economic policy, *Sociological review* vol. LVI (1), 90-102. doi: [10.5937/socpreg56-35619](https://doi.org/10.5937/socpreg56-35619)
35. Институт за право и финансије, (2012). Независност Централне банке. <https://ipf.rs/независност-централне-банке/>. <https://ipf.rs>
36. Јакшић, М., Прашчевић, А. (2007). Историја економије. Београд: Економски факултет.
37. Јанковић, Ј. (2004). Управљање финансијама предузећа. Београд: Економски факултет.

38. Јеремић, Љ. (2008). Основи финансија, Београд: Универзитет Сингидунум.
39. Јеринић, Д., Штефанидес, Д. (2010). Финансијски менаџмент. Нови Сад: Секон books.
40. Комазец, С., Ристић, Ж. (1999). Монетарне и јавне финансије: менаџмент монетарне и јавне економије, Београд: Чигоја штампа.
41. Кулић, М. (2004). Финансијски менаџмент: Београд: Мегатренд универзитет примењених наука.
42. Лабус, М. (2007). Економија, Југословенска књига, Београд: Правни факултет.
43. Labus, M. (1997). Osnovi ekonomije, Beograd: Jugoslovenska knjiga.
44. Laidler, D. (1969). "The Definition of Money: Theoretical and Empirical Problems," Journal of Money, Credit and Banking, Blackwell Publishing, vol. 1(3), 508-525.
45. Ловриновић И., Иванов М. (2009). Монетарна политика, Загреб: РРИФ плус д.о.о.
46. Mankiw, G. (2007). Principi ekonomije, Beograd: Ekonomski fakultet.
47. Mankiw, G., Taylor, M. (2008). Ekonomija, Beograd: Data Status.
48. Маловић, М. (2014). Теорија новца и монетарна политика у малој отвореној привреди, Београд: Институт економских наука.
49. Marjanović, N., Prelić, J., Belobabić-Čavkunović, J. (2017). Ulloga Narodne banke Srbije u regulisanju monetarne politike. Beograd: Ceon-Cees.
<https://scindeks-clanci.ceon.rs/data/pdf/2217-401X/2017/2217-401X1703073M.pdf>
50. Марковић, И. (2000). Финансирање, теорија и пракса финансирања трговачких друштава. Загреб: [RRiF-plus](#).
51. Mašović, A., Kisin, J., Ignjatović, J. (2024). Comparative analysis of foreign direct investment in Serbia and North Macedonia, International Monograph chapter, Powiślański University in Kwidzyn, Poland.
<https://powislanska.edu.pl/wp-content/uploads/2024/05/Oblicza%20dobrobytu%206.pdf>

52. Милошевић, М., (2021). Монетарне и јавне финансије, Источно Сарајево: Висока школа за услужни бизнис.
53. Милошевић, М. (2019). Врсте новца. Лепосавић: Висока економска школа струковних студија.
54. Милошевић, Г. (2011). Економска криза као фактор угрожавања безбедности Србије, Српска поликитичка мисао, Vol. 18 (31), 247-260
55. Митровић Ђ., Пешаљ Б., (2015), Принципи Економије, Нови Сад: Data status.
56. Mishkin, F.S. (2011). Monetary policy strategy: lessons from crisis, Working paper 16755.
57. Мишкин, Ф. (2006). Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта, Београд: Дата Статус.
58. Mundell, R. (1999). The Euro: How Important? Washington: Cato Journal.
59. Народна банка Србије (НБС). (2024а). Инструменти монетарне политике, https://nbs.rs/sr_RS/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/instumenti-monetarne-politike/
60. Народна банка Србије. (2023б). Циљеви и фунцкије, инструменти монетарне политике. <https://nbs.rs/sr/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/instumenti-monetarne-politike/>
61. Народна банка Србије (НБС). (2024в). Обавезна резерва. https://nbs.rs/sr_RS/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/instumenti-monetarne-politike/obavezna-rezerva/
62. Народна Банка Србије (НБС). (2024г). Процес одлучивања о монетарној политици. https://www.nbs.rs/sr_RS/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/proces-odlucivanja/
63. Народна Банка Србије (НБС). (2024д). Положај, овлашћења и организација Народне Банке Србије. https://www.nbs.rs/sr/o_nbs/polozaj/
64. Народна Банка Србије (НБС). (2023а). Фискална стратегија. https://www.mfin.gov.rs/upload/media/uF6pUt_6016d7e313d28.pdf
65. Народна банка Србија. (2023б). Циљеви и фунцкије,

- инструменти монетарне политике.
<https://nbs.rs/sr/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/instumenti-monetarne-politike/>
66. Levin, R., Zevros, S, (1998). Stock markets, banks and economic growth, *American economic Review* 88, 357-558.
 67. Остојић, С. (2008). Основи монетарне економије. Суботица: Економски факултет.
 68. Рјанић, З., Стојановић, I.V., Јакшић, М.Р. (1994). *Економска и пословна енциклопедија*. Београд: *Savremena administracija*.
 69. Перишин, И., Шокман, А., Ловриновић, И. (2001). Монетарна политика, Пула: Факултет економије и туризма „Др. Мијо Мирковић“.
 70. Поповић, А. (2020). Појам, функције и вриједности новца. Осиек: Факултет агробиотехничких знаности.
 71. Прашчевић, А. (2019). Problemi ekonomske i društvene tranzicije u naučnom radu profesora Božidara Cerovića. In: A.Praščević, M. Jakšić (eds.) *Transition, institutions and social development-contributions of professor Božidar Cerović* (3-43). Belgrade: Faculty of Economics.
 72. Прашчевић, А. (2014). Big debates in Macroeconomics: the end of radical antiKeynesianism? In: *Економска политика и развој*, edited by Biljana Jovanović Gavrilović, 1-22. Београд: Економски факултет.
 73. Пјанић, З. (1989). *Економска енциклопедија*. Београд: *Савремена администрација*.
 74. Пушара, Н., Паспаљ, М. (2020). *Економија*, Београд: БАПУСС.
 75. Раденковић, Д. (2024). Извори финансирања предузећа. Београд: Београдска академија пословних и уметничких студија.
<https://www.bpa.edu.rs/FileDownload?filename=19bf3e18-36ea-4716-9673-19c0f5459148.pdf&originalName=FM-predavanje12-DR.pdf>
 76. Раковић Т. (2020). *Новац*. Београд: Правни факултет за правду и правосуђе.
 77. Рачић, Ж. (2018). *Банкарство*. Нови Сад: Висока пословна школа струковних студија.
 78. Ристић, К., Комазец, С., Ристић, Ж. (2014). Монетарна

- економија и банкарски менаџмент, Београд: Етностил.
79. Ристић, Ж, Комазец, С. (2002). Финансијски менаџмент-менаџерска финансисјка економија. Београд: Висока пословна школа.
 80. Sholtens, B. (2000). Financial regulation and financial system architecture in Central Europe, *Journal of banking & finance* 24.Elsevier.
 81. Serjević, V., Perović, Č. (2010). *Osnovi makroekonomije*. Niš: SKC.
 82. Симић, Н. (2002). Монетарне и јавне финансије, Београд: Универзитет Мегатренд.
 83. Светска банка. (2024). Подаци о индикаторима. <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.МКТР.KD.ZG?end=2022&start=1971>
 84. Тасић, Т. (1999). Пословне финансије. Лесковац: Виша економска школа.
 85. Тошковић Ј., Филиповић С. (2017). Неолиберални концепт привреде у земљама Западног Балкана, Економски Институт, Београд.
 86. Тошковић, Ј. (2016). Преиспитивање неолибералног концепта економије на примеру Западног Балкана (докторска дисертација). Сремска Каменица; Едуконс Универзитет.
 87. Тоšković, J, Adžić, J, Marković, J. (2014). Posledice primene neoliberalne ideologije u zemljama u tranziciji. In: B. Dimitrijević (eds.) *The Great Recession and the Crisis of the Neoliberal Economy* (213-230). Sremska Kamenica: Univerzitet Educons.
 88. Trichet, J.,C. (2011). La gouvernance de la zone euro, *Notre Europe Seminaire en Hommage a Tommaso Padoa-Schioppa*, in the session „Quel bilan pour l'Union Economique et Monetaire“, Brussels. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/previous/html/index.en.html>
 89. Trošić Jelisavac, S. Rapaić, S. (2015). Stanje i perspektive pristupanja Srbije svetskoj trgovinskoj organizaciji. *Međunarodni problemi* Vol. L17 (1), 128-147.
 90. Турчиновић, Ф. (2002). Економске интеграције и трговинске групације. Београд: Мегатренд.

91. Зиројевић, М., Јелисавац, С. (2002). Европска монетарна унија и евро, Београд: Институт за међународну политику и привреду.
92. Живковић, А., Кожегинац, Г., Поповић С. (2023). Монетарна економија. Београд: Економски факултет.
93. Живковић, А., Ристић, Ж. (2000). Управљање финансијским и девизним пословањем. Београд: Економски факултет.
94. Живковић, А., Крстић, Б., Бојовић, П. (2008). Монетарна економија и банкарство. Београд: Завод за уџбенике и наставна средства.
95. Живковић, А., Кожегинац, Г. (2009). Монетарна економија, Београд: Економски факултет.
96. Живковић, А., Комазец, С. (2000). Монетарна економија, Београд: Економски факултет.
97. Varoufakis, J. (2013). Globalni minotaur. Beograd: Profil knjiga.
98. Вемић, Ј. (2008). Наука о финансијском менаџменту. Нови Сад: Секот books.
99. Вукадиновић, П., Јовић, З. (2012). Инвестиције. Београд: Универзитет Сингидунум.
100. Вукотић, В. (2019). Дуг и (не) развој. Београд: ИДН. http://iriss.idn.org.rs/1046/1/Dug_i_ne_razvoj.pdf
101. Вуњак, Н. (2008). Финансијски менаџмент-Пословне финансије, Суботица: Економски факултет.
102. Шалић, Р. (2012). Монетарна Економија и Банкарство, Чачак: Висока пословна школа струковних студија.
103. Šehović, D. (2018). Monetarna ekonomija. Podgorica: Univerzitet Crne Gore.
104. Шеховић, Д. (2018). Појава и развој новца. Подгорица: Универзитет Црне горе.
105. Ћировић, М. (1995). Монетарна економија, Београд: Економски факултет.
106. Ђукић, П. (2013). Тржиште, држава и криза – пре и после великих турбуленција. Економске идеје и пракса Вол. 9/10, 107-129.
107. Ђуровић-Теодоровић, Ј., Јовановић, М., Крстић, Б. (2006). Монетарни и фискални менаџмент. Ниш: Економски факултет.

Интернет адресе:

- <https://www.ecb.europa.eu>
- <https://www.bpa.edu.rs/FileDownload?filename=0f3a833b-c39b-4bb6-bbfc-62729b71f4b4.pptx&originalName=JAVNE%20FINANSIJE%20I%20FINANSIRANJE%20-6.%20DEO%20FISKALNA%20POLITIKA.pptx>
- [/www.makroekonomija.org/](http://www.makroekonomija.org/)
- https://www.nbs.rs/sr_RS/indeks/
- <https://pravno-informacioni-sistem.rs/eli/rep/sgrs/skupstina/zakon/2003/72/2/reg>
- <https://geotesla.wordpress.com/2020/05/31/evropska-unija-i-odnos-srbije-i-eu/>
- https://european-union.europa.eu/principles-countries-history/principles-and-values/aims-and-values_hr
- <https://www.ecb.europa.eu>
- <https://nasamreza.rs/baza-znanja/finansije/bilans-stanja/>
- <https://nastavapreduzetnistva.wordpress.com/wp-content/uploads/2012/02/bs.jpg>
- https://www.worlddata.info/trade-agreements/emu-economic-and-monetary-union.php#google_vignett

Попис слика

Слика 1: Финансијски систем.....	10
Слика 2: Шематски приказ биланса стања.....	45
Слика 3: Пример биланса стања.....	46
Слика 4: Шематски приказ фаза биланса успеха.....	47
Слика 5: Пример биланса успеха.....	48
Слика 6: Елементи финансијског система.....	207
Слика 7: Настанак новца.....	213
Слика 8: Функције новца.....	221
Слика 9: Операције на отвореном тржишту.....	252
Слика 10: Референтна каматна стопа.....	254
Слика 11: Актуелне стопе обавезне резерве.....	265
Слика 12: Одлуке извршног одбора НБС.....	268
Слика 13: Финансијски потенцијал банака.....	271
Слика 14: Европска монетарна унија.....	277
Слика 15: Фазе Економске монетарне уније.....	282
Слика 16: Пример евра.....	287

Попис графикана

Графикон 1: Бруто домаћи производ (%), у Србији, 2010-2023.....	219
Графикон 2: Инфлација (%), у Србији, 2010-2022.....	225
Графикон 3: Привредни раст (%), Западни Балкан, 2010-2023.....	244
Графикон 4: Незапосленост (%), Западни Балкан, 2010-2023.....	244
Графикон 5: Инфлација (%), Западни Балкан, 2010-2023.....	245
Графикон 6: Платни биланс (БДП %), Западни Балкан, 2010-2023.....	246
Графикон 7: VDP per capita (УСД), Западни Балкан, 2010-2023.....	247

