

UDK 330.322.5:005

DOI: 10.7251/FIN1703053J

Dijana Jovanić*

PREGLEDNI RAD

Karakteristike investicionih projekata

Characteristics of investment projects

Rezime

Da bismo realno sagledali proces investiranja i ocijenili opravdanost investicionog projekta, neophodno je identifikovati i analizirati efekte eksploatacije određene investicije. Ovim radom pokušaćemo ukazati na značaj prepoznavanja osnovnih karakteristika investicionih projekata prilikom donošenja odluka o njihovom izboru. Zajedničke, osnovne karakteristike investicionih projekata odnose se prvenstveno na finansijski aspekt investicija. S obzirom na složenost investicionih aktivnosti, materijalnu značajnost, vremensku distancu, ograničenost resursa, rizike i neizvjesnosti, i ostale faktore uticaja, nameće se potreba upravljanja investicionim projektima. Cilj ovog rada je da, analizirajući osobine kakve su dugoročni karakter investicionih projekata, vremenski raskorak, odnosno interval između ulaganja i realizacije efekata ulaganja, međuzavisnost investiranja i finansiranja, kao rizik i neizvjesnost, ukažemo na značaj prepoznavanja osnovnih karakteristika investicionog projekta u procesu donošenju investicionih odluka.

Ključne riječi: investicioni projekat, rizik, neizvjesnost.

Abstract

In order to realistically view the investment process and evaluate validity of the investment project, it is necessary to identify and analyze the effects of the exploitation of certain investments. This study will try to point out the importance of recognizing the main characteristics of the investment projects in making decisions about the choice of investment projects. Common, main features of investment projects are primarily related to financial aspects of investments. Given the complexity of investment activities, material significance, time distance, limited resources, risks and uncertainties, and other factors of influence, there is a need of management of investment projects. The aim of this work is to, analyzing characteristics such as long-term nature of investment projects, time gap, ie, the interval between investment and realization the effects of investment, interdependence of investment and financing, as well as risk and uncertainty, point out a significance of identifying the main characteristics of the investment project in the process of making investment decision.

Keywords: investment project, risk, uncertainty.

UVOD

Izučavajući pojam i definicije relevantnih teoretičara, te različite kategorizacije investicija, može se tvrditi da investitor angažuje kapital za određeni investicioni projekat odričući se potrošnje u sadašnjosti i plaćajući cijenu tog odricanja radi očekivanih koristi u budućnosti. U vezi s tim se konstatuje da su osnovni elementi koji karakterišu investicije:

- subjekat koji investira, odnosno investitor;
- predmet u koji se investira, odnosno investicioni projekat;
- cijena odricanja od potrošnje u sadašnjosti zarad koristi u budućnosti, odnosno kamata;

- vrijednost očekivanja, odnosno diskontna stopa (Petrović, Denčić, 2012, 132).

Investitor je pravno ili fizičko lice koje svoj ili posuđeni kapital alokira, odnosno ulaže u određeni investicioni projekat u sadašnjosti, uz primarnu brigu da redukuje rizike i neizvjesnosti posla, očekujući da u budućnosti realizuje dobit veću od uloženi sredstava. Investirati se može u različite poslovne poduhvate, od realne aktive, obrtnih sredstava pa do investicija namijenjenih strateškom prilagođavanju preduzeća. Realizacija investicione aktivnosti podrazumijeva određene troškove finansiranja, što potvrđuje činjenicu da svaki kapital ima svoju cijenu, bilo da se investicija finansira iz eksternih izvora, kada se cijena ispoljava kao kamata, bilo da su izvori sredstava sopstveni, kada se cijena kapitala procjenjuje kao oportunitetni trošak propuštenog prinosa alternativnog ulaganja.

* E-mail: dijana.k.jovanic@gmail.com

Diskontna stopa, kao jedan od osnovnih elemenata koji karakteriše investicioni projekat, prikazuje očekivani, zahtijevani prinos, odnosno rentabilnost za konkretno investiciono ulaganje. Različiti autori potenciraju različite karakteristike investicionih projekata. Osnovna obilježja investicionih projekata su, prije svega, nužnost formulisanja razvojnih ciljeva, obezbjeđenje odgovarajućih izvora finansiranja, usklađivanje izvora i potreba za kapitalom, određivanje vremenskih referenci, sagledavanje dugoročnih efekata i sagledavanje neizvjesnosti i rizika (Malešević, 2011, 25). Iako sa mnogobrojnim klasifikacijama i značajnim razlikama, postoje karakteristike koje se vrlo često ponavljaju pa se mogu tretirati kao zajedničke karakteristike investicionih projekata, a to su:

- dugoročni karakter investicionih projekata;
- vremenski raskorak, interval između ulaganja i realizacije efekata ulaganja;
- međuzavisnost investiranja i finansiranja;
- rizik i neizvjesnost (Orsag, Dedi, 2011, 19–24).

Zajedničke karakteristike investicionih projekata, koje su prepoznatljive kao osnovna obilježja investicionih projekata, odnose se prvenstveno na finansijski aspekt investicija. Pri projekciji novčanih tokova posebno je bitno imati u vidu dugoročno vezivanje kapitala, potom vrijeme od momenta ulaganja do momenta realizacije priliva po osnovu eksploatacije projekta, interaktivni odnos investiranja i finansiranja te neizvjesnost i rizike koje projekat nosi.

1. DUGOROČNI KARAKTER INVESTICIONIH PROJEKATA

Razlikovanje kapitalnih od tekućih izdataka bazira se na kriterijumu vremenskog perioda u kome se očekuju efekti po osnovu investicionih aktivnosti. Zato sve investicione aktivnosti po osnovu kojih se očekuju efekti u vremenskom periodu dužem od godinu dana posmatraju kao investicija, odnosno kapitalna ulaganja. Bez obzira na motiv investicionog ulaganja, namjenu i način finansiranja, osnovna karakteristika svih investicionih projekata, a posebno onih koji se odnose na ulaganja u realnu imovinu, jeste dugoročni karakter. Ova osobina se interpretira dugoročnim vezivanjem novca u nenovčane oblike, odnosno povećanjem tekuće imovine preduzeća. Vezivanje novca u realnu imovinu koja je u funkciji poslovanja preduzeća uslovljava nižu likvidnost, prvenstveno zbog ne tako jednostavnog procesa ponovne transformacije realne imovine u novac, a i zbog dodatnih troškova i eventualnih gubitaka. Pored rentabilne upotrebe u poslovnim procesima, realna imovina koja ima specijalizovane tehničko-tehnološke osobine, a time i ograničen spektar potencijalnih kupaca, gubi na utrživosti, a time i na likvidnosti.

Prilikom klasifikovanja investicionih projekata navedeno je da su, s obzirom na vremenski raspon od perioda investiranja do perioda efektuiranja, moguća četiri scenarija. Uzimajući u obzir različite scenarije, jasna je potreba za analizom i praćenjem učinaka koji nastaju kao posljedica dugoročnog vezivanja novca u realne projekte, koji dugoročno utiču na novčane tokove, odnosno na finansijski položaj preduzeća, što se direktno oslikava i na performanse preduzeća. Upravo se ovdje najtransparentnije pokazuje veza između investicionih projekata i osnovnog cilja svakog preduzeća u smislu maksimiranja vrijednosti za akcionare, odnosno između investicionih projekata i realizacije strategije razvoja preduzeća.

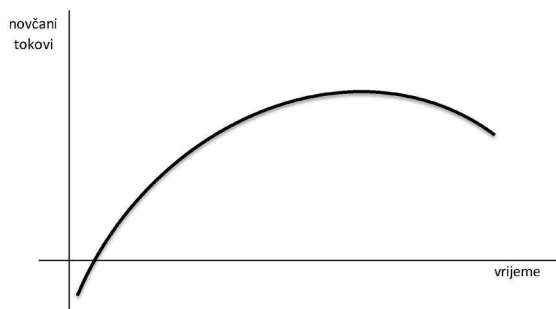
2. VREMENSKI RASKORAK ULAGANJA I REALIZACIJE EFEKATA ULAGANJA

Osim dugoročnog karaktera investicionih projekata, jedna od karakteristika koja bitno utiče na tretman investicionih projekata svakako je i vremenski raskorak, odnosno interval između vremena ulaganja i vremena realizacije očekivanih efekata od ulaganja. Upravo ovaj raskorak u vremenu, koji može biti dug s obzirom na investicione projekte čija se implementacija mjeri desetinama godina, osnovni je razlog neophodnosti korišćenja dinamičkih metoda budžetiranja kapitala. Ovaj vremenski raskorak bitno utiče na kretanje novčanih tokova, kako odliva po osnovu investicione aktivnosti, tako i priliva od realizovanih ulaganja, što je u neposrednoj korelaciji s rentabilnošću investicionog projekta.

Pod periodom investiranja podrazumijeva se vrijeme potrebno za izgradnju investicije do momenta aktiviranja projekta, odnosno osposobljavanja investicije za poslovno funkcionisanje i generisanje novčanih tokova i dobiti. Budući da period investiranja može biti veoma dug, on može bitno uticati na rentabilnost investicije, čime se nameće kao važan faktor efikasnosti projekta. Period investiranja karakterišu odlivi po osnovu novčanih tokova. Ukoliko je ovaj vremenski period duži, vrijeme generisanja priliva u novčanim tokovima po osnovu investicione aktivnosti nastupa kasnije, a time i povećanje vrijednosti preduzeća. Respektujući ovu činjenicu, logični su napori za ubrzanje investicionih aktivnosti, odnosno skraćivanje perioda investiranja. Ovi napori da se skрати period investiranja mogu rezultirati izborom investicionih projekata koji su manje rentabilni, ali sa kraćim periodom investiranja.

Efektuiranje podrazumijeva vremenski period u kome investicioni projekat generiše novčane prilive i ostvaruje prihode. Riječ je, dakle, o periodu u kome se osigurava ekonomska i finansijska efikasnost projekta, pri čemu se ekonomska efikasnost mjeri ostvarenim rastom ukupne poslovne aktivnosti preduzeća i razvojem koji je rezultat investicione aktivnosti, dok se finansijska efektivnost mjeri prinosom investiranog kapitala, to jest rentabilnošću. Finansijska efikasnost projekta determinisana je vremenskom vrijednošću, veličinom i dinamikom novčanih tokova, jer što je period efektuiranja duži, i finansijska efikasnost projekta je veća. Pritom se ne smije zanemariti dimenzija vremenske vrijednosti novca. Što se tiče dinamike priliva novca, karakteristični su konvencionalni novčani tokovi kod kojih je u periodu efektuiranja prisutno progresivno generisanje priliva, dakle, u prvim godinama prilivi su skromniji, a vremenom se povećavaju, da bi se poslije zrelog životnog doba projekta opet postepeno smanjivali (Ibid., 22).

Grafikon 1.



Izvor: Ibid., 22.

U periodu povećanog priliva novčanih tokova, često postoje zahtjevi za dodatnim izdacima u cilju ubrzanja rasta radi finansiranja drugih projekata, što je važan faktor razvojne strategije preduzeća. U suprotnom se pojavljuju zahtjevi za poboljšanje finansijske efikasnosti

u smislu produženja perioda efektuiranja, u kome se generišu maksimalni učinci, a sve to ima veze i sa finansiranjem investicija.

3. MEĐUZAVISNOST PROCESA INVESTIRANJA I FINANSIRANJA

Investiranje u realnu imovinu u vezi je s njihovim finansiranjem, što upravljanje realnom imovinom dovodi u neposrednu vezu sa upravljanjem finansijama. Osnovna karakteristika investicionih projekata ogleda se u njihovoj dugoročnosti, koja je rezultat vremenskog trajanja perioda investiranja, vremenskog trajanja perioda efektuiranja i vremenskog raskoraka između novčanih tokova po osnovu ulaganja i onih po osnovu efekata od ulaganja. „Zbog međuzavisnosti dugoročnog investiranja i dugoročnog finansiranja investicija, budžetiranje kapitala karakteriše interakcija određivanja potrebnih investicionih zadataka i njihovih očekivanih novčanih tokova te ispitivanja i određivanja standarda profitabilnosti kojima se vrednuju novčani učinci razmatranih projekata. Tu interakciju investiranja i finansiranja projekata treba posmatrati kao proces približavanja preduzeća maksimalnoj profitabilnosti i vrijednosti preduzeća prezentovanoj u vrijednosti njegovih običnih akcija. Stoga se proces budžetiranja kapitala, kao sistem planiranja, analize i kontrole namjeravanih investicija, treba prilagoditi takvoj međuzavisnosti investiranja i finansiranja“ (Ibid., 23). Dugoročni karakter investicija stvara potrebu za obezbjeđivanjem dugoročno raspoloživog kapitala, pa se kaže da je investiciona aktivnost uslovljena tržištem kapitala. Situacija na tržištu kapitala diktirana je tržišnim zakonima, što znači da vrijeme povoljno za finansiranje u smislu pribavljanja jeftinog dugoročnog izvora finansiranja ne mora biti podudarno sa povoljnim uslovima finansiranja. Da bi se obezbijedila maksimalna rentabilnost, a time i povećanje vrijednosti preduzeća, neophodna je koordinacija između investicionih aktivnosti i očekivanih novčanih tokova unutar procesa budžetiranja kapitala. U periodu investiranja, angažovana imovina u preduzeću se povećava, dok povećanje dobiti i, uopšte, novčanih tokova po tom osnovu nastupa tek kada investicija počne da daje efekte. Upravo iz ovih razloga postoji potreba za dinamičkim upravljanjem strukturom kapitala u preduzeća, kao i u samim projektima.

Na osnovu navedenog, može se zaključiti da upravo vremenski raskorak između investicionog ulaganja i realizacije efekata ulaganja presudno utiče i na izbor oblika i načina finansiranja, a potom i na upravljanje strukturom kapitala konkretne investicione aktivnosti. U periodu investiranja preduzeće povećava angažovanu imovinu, ali još uvijek ne generiše prilive po osnovu novčanih tokova, niti povećanje dobiti. Ovaj period karakteriše pad vrijednosti preduzeća, odnosno smanjenje bogatstva vlasnika. Tek sa periodom efektuiranja, kada se počnu generisati učinci po osnovu investicione aktivnosti, a potom i verifikovati na tržištu, dolazi do povećanja vrijednosti preduzeća u odnosu na stanje prije investiranja.

Da bi se realizovala investiciona aktivnost, potreban je kapital iz sopstvenih ili pozajmljenih izvora. S tim u vezi vrlo je bitno da se identifikuju izvori kapitala. Ukoliko se želi doprinijeti većoj rentabilnosti ulaganja i rastu tržišne cijene akcija, neophodno je da se osiguraju najpovoljniji dugoročni izvori kapitala kako bi se obezbijedila optimalna kombinacija finansiranja (Mikerević, 2010, 356). Detaljnim planiranjem dolazi se do optimalne kombinacije finansiranja investicione aktivnosti, čime se eliminišu mogući problemi, eventualni gubici u efektima investiranja, kašnjenje investicionih aktivnosti, pa čak i odustajanje. Ukupna sredstva koja se ulažu u određenu investicionu aktivnost moraju, prema namjenskoj strukturi, obimu i dinamici korišćenja, odgovarati

potrebnim sredstvima, a to ukazuje na izraženu međuzavisnost procesa investiranja i finansiranja.

4. RIZICI I NEIZVJESNOSTI INVESTICIONIH PROJEKATA

Činjenice da se budućnost i pojava novih rizika ne mogu predvidjeti sa sigurnošću, pri čemu ni postojanje istorije podataka i detaljnih statistika ne pomaže u prognozama, rizicima daju sve veći značaj. Ovo je posebno očigledno u poslovnim aktivnostima preduzeća koja teže realizaciji svojih ciljeva. Izbjeći sve rizike je nemoguće, osim prestankom poslovne aktivnosti, što, opet, nije svrha postojanja preduzeća. Zato je cilj procesom upravljanja rizicima minimizirati njihov uticaj. Da bi se rizicima efikasno upravljalo, neophodno je identifikovati i razumjeti sve potencijalne rizike, definisati njihove vrste, valorizovati ih, donijeti odluku da li ih preuzeti ili izbjeći, a potom organizovati nadzor radi kontrole mogućih gubitaka ili dobitaka.

Rizik kao stohastička pojava predstavlja potencijalni problem ili potencijalnu priliku, zbog čega ga je neophodno analizirati kako bi se identifikovao problem ili prilika i pokušao pronaći adekvatan način kako problem pretvoriti u priliku i upravljati njime na najefikasniji način. Riječ je o kardinalnom ekonomskom pojmu sa ambivalentnim značenjem, odnosno oprečnim stavom prema toj pojavi, pa se vezuje za opasnost koju treba izbjeći, ali se posmatra i kao posljedica šanse koju treba iskoristiti da bi se ostvario prinos. Ukoliko je preduzeće izloženo određenom riziku, uprava nastoji da rizik svede na najnižu mjeru. Kada je rizik povezan sa šansom da se ostvari prinos, on se prihvata radi nagrade koju taj čin nosi (Đuričin et al., 2011, 473). Uočljivo je da rezultat investicione aktivnosti preduzeća može biti uvećanje, ali i umanjenje kapitala, odakle se može zaključiti da samo upravljanje rizicima u smislu optimalnog balansiranja odnosa rizika i prinosa treba da rezultira uvećanjem kapitala.

U teoriji postoje različite definicije rizika. Rizik je kombinacija vjerovatnoće nekog događaja i njegove posljedice čiji efekti mogu biti pozitivni, negativni ili odstupati od očekivanog, dakle, opisuju se događaji koji rezultiraju prilikom (mogućnostima), hazardom (opasnošću) ili neizvjesnošću. Riječ je o kombinacijama vjerovatnoće događaja i njihovih posljedica koje mogu varirati od pozitivnih do negativnih (AIRMIC, 2006). Radi se o neizvjesnosti događaja koji bi se mogao desiti i uticati na ostvarivanje ciljeva, a mjeri se u smislu posljedica i vjerovatnoće (IIA, 2009). Tradicionalno, rizik se definiše kao mogućnost ostvarivanja gubitka. Prema definiciji oksfordskog engleskog rječnika, rizik se definiše kao vjerovatnoća ili mogućnost opasnosti, gubitka, povrede ili druge štetne posljedice, odnosno kao izloženost opasnosti. Evidentno je da ovaj kontekst pojam rizik koristi da označi negativne posljedice. Međutim, savremena teorija zastupa mišljenje da, ukoliko postoji rizik, onda postoje makar dva moguća ishoda, čime se potencira značaj preuzimanja rizika kao mogućnosti kojom se može doći i do pozitivnog rezultata i značajne realizacije dobiti. Ukoliko je poznata izvjesnost budućih događaja, riječ je o riziku kao stanju u kojem postoji mogućnost negativnog odstupanja od željenog ishoda koji se očekuje ili mu se nada. Ako se unaprijed zna da se neće desiti štete i gubici, u tom slučaju rizik ne postoji. U situaciji kada nije poznata vjerovatnoća ishoda događaja u budućnosti, govori se o neizvjesnosti, što je i osnovna razlika između nje i rizika.

Svaka aktivnost koja se odvija u sadašnjosti, a čiji se efekti očekuju u budućnosti, nosi određeni stepen neizvjesnosti i rizika. Iako djeluju zajedno, bitno je razlikovati neizvjesnost koja se tiče samog projekta i neizvjesnost okruženja. Da bi se sačinio investicioni projekat, potrebno je predvidjeti količine i cijene u vezi s

veličinom investicije, troškove eksploatacije investicionog projekta i prihode od prodaje (Mikerević, 2010, 343). Neizvjesnost i rizici se povećavaju s materijalnom značajnošću konkretne aktivnosti. Tako je i kod investicionih projekata za koje se veže znatno materijalno ulaganje čiji se efekti očekuju u odgođenom vremenu uz određeni stepen izvjesnosti da će stvarni efekti opravdati očekivanja. Uz osobinu dugoročnog karaktera, povezanost procesa investiranja i procesa finansiranja, neizvjesnost i rizik su zajednička osobina svih investicionih projekata. Rizike je nemoguće u potpunosti eliminirati, ali se u procesu budžetiranja kapitala analizom mogućih rizika pokušava smanjiti neizvjesnost njihovih efekata u budućnosti. Različiti investicioni projekti ne podrazumijevaju isti stepen rizika. Respektujući klasifikaciju investicionih projekata u vezi s alokacijom, odnosno namjenom sredstava, stepen rizika realizacije očekivanih efekata investicije je različit. Potpuno „nove investicije“ čiji je cilj ekspanzija, odnosno proširenje kapaciteta u cilju osvajanja potpuno novih proizvoda, tržišta, tehnologija, imaju znatno viši stepen rizika u odnosu na investicije čije je ulaganje namijenjeno zamjeni dotrajalih sredstava i opreme. Kod investicija čija je svrha zamjena dotrajalih sredstava i opreme, izvjesnost se naslanja na istorijsku dokumentovanost i spoznaje preduzeća iz iskustva sa postojećim sredstvima. Kod potpuno novih investicija te spoznaje ne postoje, pa je izvjesnost ostvarivanja očekivanih efekata skoro zanemarljiva. Investicije u nova sredstva i investicije radi zamjene dotrajalih sredstava imaju različit učinak u odnosu na ukupan rizik poslovanja preduzeća. Zato je u procesu budžetiranja kapitala neophodno identifikovati rizike i neizvjesnosti projekta, a potom ih procijeniti i valorizovati u slučaju da se zaista i ostvare. Valorizovanje rizika je važno radi sagledavanja efekata eventualnih rizika na sam period efektuiranja projekta. Uticaj rizika i neizvjesnosti može se posmatrati s aspekta samog, izdvojenog investicionog projekta te s aspekta preduzeća kao cjeline. Imajući u vidu prethodno, osnovne komponente rizika su individualna rizičnost projekta, rizičnost projekta za preduzeće i tržišna rizičnost projekta (Orsag, Dedi 2011, 244). Posmatrajući uticaj rizika na izolovan investicioni projekat, fokusirani smo na strukturu imovinskih oblika konkretnog projekta i na njegovu kvantifikaciju putem gotovinskih tokova projekta. Rizik preduzeća se odnosi na uticaj cjelokupnog portfolija različitih investicionih projekata na ukupan rizik preduzeća kao cjeline, pri čemu je fokus na strukturi imovine, dakle, svih investicija preduzeća koje se efektuiraju, dok se tržišni rizik odnosi na uticaj projekta na investitorov već diversifikovani portfolio. Pored kvantifikovanja rizika investicionog projekta, neophodno je sagledati i likvidnost projekta da bi se znalo da li se sve finansijske obaveze po osnovu investicionog projekta mogu izmiriti.

ZAKLJUČAK

Analizirajući osnovne karakteristike investicionih projekata, ukazali smo na njihov značaj i presudan uticaj na efekte investicione aktivnosti. Poznavanje osnovnih karakteristika investicionih projekata i identifikovanje njihovih specifičnosti jedan je od najznačajnijih koraka u procesu donošenja investicionih odluka. Dugoročni karakter investicionih projekata zahtijeva analizu i praćenje učinaka koji nastaju kao posljedica dugoročnog vezivanja novca u realne projekte, koji takođe dugoročno utiču na novčane tokove, a time i na finansijski položaj preduzeća. Upravo zbog vremenskog raskoraka između ulaganja i realizacije efekata ulaganja, koji presudno utiče na kretanje noćanih tokova, a time i na rentabilnost projekta, ukazali smo na značaj korišćenja dinamičkih metoda budžetiranja kapitala. Tržište kapitala uslovljava investicionu aktivnost. Otuda važnost interakcije investiranja i finansiranja, odnosno izbora oblika i načina finansiranja i upravljanja strukturom kapitala. Konstatovali smo da se neizvjesnost i rizici povećavaju s materijalnom značajnošću konkretne aktivnosti, što implicira potrebu da se procesom upravljanja rizicima minimizira njihov uticaj. Efikasno upravljanje rizicima podrazumijeva identifikovanje svih potencijalnih rizika, njihovo definisanje i valorizovanje, donošenje odluke „preuzeti ili izbjeci“, a naposljetku i organizovanje nadzora radi kontrole mogućih gubitaka ili dobitaka.

IZVORI

1. Petrović, E., i Denčić, K. (2012). *Poslovne finansije*. Niš: Ekonomski fakultet.
2. Malešević, E., i Malešević, Đ. (2011). *Upravljanje investicijama*. Subotica: Bečej Proleter.
3. Orsag, S., i Dedi, L. (2011). *Budžetiranje kapitala – Procjena investicijskih projekata*. Zagreb: Masmedia.
4. Mikerević, D. (2010). *Napredni strateški finansijski menadžment*. Banja Luka: Ekonomski fakultet.
5. Đuričin, D., Kaličanin, Đ., i Janošević, S. (2011). *Menadžment i strategija*. Beograd: Ekonomski fakultet.
6. AIRMIC, Alarm, IRM (2010). A structured approach to Enterprise Risk Management (ERM) and the requirements of ISO 31000. Preuzeto 20.06.2017. sa <http://www.ferma.eu/risk-management/standards/iso-standard/>
7. The Institute Of Internal Auditors. (2009). The Role of Internal Auditing in Enterprise-Wide Risk management. Preuzeto 20.06.2017. sa http://www.ucop.edu/enterprise-risk-management/_files/role_intaudit.pdf